

De psyche in het beurswezen

Bart Caers

Gegradueerde in Bedrijfsmanagement optie Financie- en Verzekeringswezen

Academiejaar: 2003-2004

Katholieke Hogeschool Kempen

Campus HIKempen Geel

Departement Handelswetenschappen en Bedrijfskunde

Woord vooraf

Men leest, ziet en hoort steeds hoeveel de beurskoersen op een gegeven ogenblik bedragen. Wanneer men naar de bepaling ervan kijkt, kan men in de meeste gevallen enkel concreet bepaalde factoren terugvinden. Enkele jaren geleden mochten we al eens een werkje schrijven betreffende de beurs. Toen werd dit onderwerp al gekozen, maar was er enkel een oppervlakkige uitwerking van het psychologische aspect. Aangezien dit indertijd toch een zekere interesse wekte, leek het mij nu het ideale moment om hierop dieper in te gaan. Zodoende was het onderwerp van mijn eindwerk een feit.

Vanaf dat ogenblik kon de zoektocht naar bruikbare informatie starten. In het begin was het wel een beetje aftasten, maar met de hulp van een aantal mensen kon ik mijn eindwerk tot een goed einde brengen. Bij deze zou ik hen hiervoor willen bedanken.

In de eerste plaats zou ik mij tot mijn ouders willen richten omdat zij mij altijd gesteund hebben gedurende mijn studies.

Ik zou ook graag een dankwoordje richten tot alle medewerkers van ING Insurance te Antwerpen, die er voor gezorgd hebben dat ik een aangename en leerrijke stageperiode kon doorlopen.

In het bijzonder wil ik mij wenden tot dhr. Peter Janssens, Supervisor afdeling Claimszorg, tot mijn stagebegeleidster, mevr. Ann Min, dossierbeheerster op de afdeling Claimszorg, en tot mijn naaste collega's mevr. Laurence Van Genechten, mevr. Erika Pelgrims en mevr. Annelies Cop, eveneens dossierbeheersters op de afdeling Claimszorg, die mij steeds met raad en daad bijstonden.

Vervolgens zou ik ook graag mijn eindwerkbegeleider, dhr. Fons Janssens, docent aan de Katholieke Hogeschool Kempen, willen bedanken voor de raad en de informatie die hij me gegeven heeft, alsook voor het lezen en aanpassen van mijn eindwerk.

Eveneens wens ik één van mijn vrienden, dhr. Bart Verheyen, te bedanken om geschreven stukken eindwerk na te lezen en hieromtrent nieuwe inspiratie aan te brengen.

Ook richt ik een woordje van dank tot dhr. Guillaume Duchesne, ING Investment Management te Brussel, voor het gesprek op 7 april 2004.

Tenslotte wil ik de bibliothecarissen van de Katholieke Universiteit Leuven departement Toegepaste Economische Wetenschappen bedanken om mij tijdens de veelvuldige bezoeken tot hulp te zijn bij het opzoeken van informatie.

Samenvatting

Dit eindwerk biedt een kennismaking met psychologische factoren die mee het beurswezen bepalen. Het merendeel van deze factoren is terug te vinden in de wetenschap die het irrationele gedrag van de beleggers op de financiële markten bestudeert, namelijk de behavioural finance. Ook een aantal factoren uit de omgeving dragen bij tot de beïnvloeding van het beleggersgedrag. Verder is het mogelijk om op basis van de met het beleggersgedrag gepaard gaande emotie verscheidene beleggerstypes te onderscheiden. Uiteindelijk is ook gebleken dat het management van beursgenoteerde bedrijven rekening houdt met de reacties van beleggers. Dit alles werd op basis van wetenschappelijke studies beschreven.

Vervolgens werden de theoretische uitgangspunten getoetst aan de werkelijkheid, namelijk op het in het verleden op de beurs genoteerde Belgische bedrijf Lernout & Hauspie. Na het analyseren van de situatie en de beleggerscommentaren, is duidelijk merkbaar geworden dat de financiële markten wel degelijk onderhevig zijn aan de emoties van investeerders.

Inhoudstafel

Woord vooraf	1
Samenvatting	2
Inhoudstafel	3
Illustratielijst	8
Inleiding	9
DEEL I THEORETISCHE UITEENZETTING	11
Hoofdstuk 1: Factoren die de beurskoers bepalen	12
1.1 Macro-economische factoren.....	12
1.1.1 De vraag en het aanbod van aandelen.....	12
1.1.2 De groeiprestaties en –vooruitzichten van de economie.....	12
1.1.3 De winstprestaties en -verwachtingen van het bedrijfsleven.....	12
1.1.4 Het rentepeil.....	13
1.1.5 De inflatie.....	13
1.1.6 Wijzigingen in de geldhoeveelheid.....	13
1.1.7 De valutakoersen.....	13
1.1.8 Fiscale parameters.....	13
1.1.9 Psychologische stemmingen.....	14
1.1.10 Politieke gebeurtenissen.....	14
1.2 Ondernemings specifieke determinanten.....	14
1.2.1 De ‘dividend’ versus ‘winsten’ controverse.....	14
1.2.2 Overnames van beursgenoteerde ondernemingen.....	14
1.2.3 Beursintroductions.....	15
Hoofdstuk 2: Black Box	16
2.1 Redeneringsproces van de belegger.....	16
2.2 Verklaring.....	16
.....
Hoofdstuk 3: De pijlers van de beurs	18
3.1 De ‘beurstafel’.....	18
3.2 Verklaring.....	18

Hoofdstuk 4: De samenstelling van de aandelenkoers.....	20
4.1 De driedelige samenstelling van de aandelenkoers.....	20
4.2 Aandelenkoers en psychologie.....	20
4.3 De beurskoers per stadium.....	21
Hoofdstuk 5: Afwijkingen op de beurs.....	22
5.1 Zeepbellen.....	22
5.1.1 Definitie.....	22
5.1.2 Het ontstaan van zeepbellen.....	22
5.1.3 Het ontwikkelingspatroon van zeepbellen.....	23
5.1.4 De herstelperiode na een zeepbel.....	23
5.1.5 Het nut van zeepbellen.....	23
5.1.6 Beursgang Google en diens ‘zeepbelgehalte’.....	24
5.2 Sell in May and go away, but remember to be back in September.....	24
5.2.1 Het ontstaan van Sell in May.....	24
5.2.2 Het onderzoek van Jacobsen en Bouwman.....	25
5.2.2.1 Aanpak.....	25
5.2.2.2 Verklaringen voor het fenomeen.....	25
5.2.2.3 Verklaringen voor de positieve correlatie.....	26
5.2.3 Het bestendige karakter van Sell in May.....	26
5.2.4 Een universeel gezegde.....	26
5.3 Oktober, berucht als crashmaand.....	26
5.3.1 Verleden.....	27
5.3.2 Heden.....	27
5.3.3 De onterechte reputatie van oktober.....	27
Hoofdstuk 6: Behavioural finance.....	29
6.1 Inleiding.....	29
6.1.1 Definitie.....	29
6.1.2 Inhoud van behavioural finance.....	29
6.1.3 Ontstaan van behavioural finance.....	29
6.1.4 De link tussen behavioural finance en de Nobelprijs.....	30
6.2 De basisprincipes van behavioural finance.....	31
6.2.1 Begrensde rationaliteit.....	31
6.2.2 Vertekening omwille van heuristische factoren.....	31
6.2.3 Mental frames.....	31
6.3 Eigenschappen van individuele beleggers volgens behavioural finance.....	31
6.3.1 Het overmoedig zijn van de beleggers.....	31

6.3.2	Loss-aversion.....	32
6.3.2.1	Disposition-effect.....	33
6.3.2.2	Psychologische fundamente.....	33
	A Mental accounting.....	33
	B Framing.....	34
	C Regret avoidance.....	34
	D Self-control.....	34
6.3.2.3	De duurtijd vooraleer geleden verliezen weggewerkt zijn.....	35
6.4	‘Noise’.....	36
6.4.1	Definitie.....	36
6.4.2	Het handelen op basis van ‘noise’.....	36
6.4.3	Noise-trader-risico.....	36
6.4.4	Voortbestaan van ‘noise’ door gelimiteerde arbitrage.....	37
6.5	Kuddegedrag.....	37
6.5.1	Definitie.....	37
6.5.2	Bewijs van het bestaan van kuddegedrag.....	38
6.5.3	Psychologische fundamente.....	38
6.5.3.1	Bezorgdheid voor reputatie.....	38
6.5.3.2	Modeverschijnselen op de beurs.....	38
6.5.3.3	Groepsnorm.....	39
6.5.4	De omslag van hype naar paniek.....	39
6.5.4.1	Rampbijziendheid.....	39
6.5.4.2	Drempelheuristiek.....	39
6.6	Home bias-effect.....	40
6.6.1	Definitie.....	40
6.6.2	Verklaringen voor het home bias-effect.....	40
6.6.2.1	Taalvoorkeur en cultuur.....	40
6.6.2.2	Afstand.....	41
6.6.3	Nadelen van het home bias-effect.....	41
6.6.3.1	Het unieke risico.....	41
6.6.4	Psychologische verklaringen voor het home bias-effect.....	42
6.6.4.1	Overmoed.....	42
6.6.4.2	Het mere exposure-effect.....	42
6.6.4.3	Onzekerheid.....	43
6.6.5	Het bestaan van het home bias-effect in België.....	43
6.7	Over- en onderreactie.....	44
6.7.1	Onderreactie.....	44
6.7.2	Overreactie.....	44
6.7.3	Psychologische fundamente.....	45
6.7.3.1	Conservatisme.....	45
6.7.3.2	Representativiteit.....	45
6.7.3.3	Overmoed.....	46
6.7.3.4	Self-attribution.....	46
6.7.4	Studie naar overreactie.....	47
6.8	Bezwaren tegen behavioural finance.....	47
6.8.1	Bezwaren.....	47

6.8.2	Weerlegging van de bezwaren.....	48
6.9	Behavioural Asset Pricing Model.....	48
6.10	Beleggingsfondsen die inspelen op behavioural finance.....	49
6.10.1	Omschrijving.....	49
6.10.2	Geïntegreerde gedragsfactoren in het Behavioural Finance Japan Fund.....	49
Hoofdstuk 7: De belegger en sentiment.....		51
7.1	De belegger versus het risico.....	51
7.2	Overzicht van de belangrijkste afwijkingen in het gedrag van de beleggers.....	51
7.2.1	Observatie van de voorafgaande koersevoluties.....	52
7.2.2	Observatie van de waarde van een aandeel.....	52
7.3	Kenmerken nodig om een bruikbare beleggerstypering te maken.....	52
7.3.1	Positieve versus negatieve levensvisie.....	52
7.3.2	Innerlijke rust versus innerlijke onrust.....	52
7.3.3	Onafhankelijk versus afhankelijk.....	53
7.4	Belegkertypes.....	53
7.4.1	Het ‘geestdriftige type’.....	53
7.4.2	Het ‘afhankelijke type’.....	53
7.4.3	Het ‘rustige type’.....	54
7.4.4	Het ‘volgzame type’.....	54
7.4.5	Het ‘vijandige type’.....	54
7.4.6	Het ‘angstige type’.....	55
7.4.7	Het ‘verachtende type’.....	55
7.4.8	Het ‘verveelde type’.....	55
7.5	Het verschil tussen mannen en vrouwen.....	55
7.6	Sentimentsindicatoren.....	56
7.6.1	Inleiding.....	56
7.6.2	Investor’s Intelligence Sentiment Survey.....	56
7.6.3	Het sentiment vandaag de dag op de beurzen.....	57
7.7	De belangrijkste fouten van de beleggers.....	57
Hoofdstuk 8: De omgeving en het gedrag van de belegger.....		59
8.1	Media.....	59
8.1.1	Bronnen.....	59
8.1.2	Manipulatie van informatie.....	59
8.2	Online beleggen.....	60
8.3	Bedrijfsgebonden aspecten.....	61
8.3.1	Initial public offering.....	61
8.3.1.1	De redenen van de onderwaardering bij een initial public offering.....	61

8.3.1.2 De initial public offering van Belgacom.....	62
8.3.2 Winstaan kondigingen.....	62
8.3.3 Dividendaankondigingen.....	62
8.3.4 Stocksplits.....	63
8.4 Beursgoeroes.....	64
8.4.1 Alan Greenspan.....	64
8.4.2 Warren Buffet.....	66
8.4.2.1 Het Orakel van Omaha.....	66
8.4.2.2 Het beleggingsfonds Focus Trust.....	66
8.5 Terreur.....	66
Hoofdstuk 9: Managementbeslissingen ten gevolge van beleggerssentiment.....	68
9.1 Aandelenemissie- en terugkoop.....	68
9.1.1 De handelingen bij over- en onderwaardering van aandelen.....	68
9.1.2 De terugkoop van aandelen bij de Koninklijke Olie/Shell.....	68
9.2 Dividendpolitiek.....	68
9.3 Rapportering van winsten.....	69
DEEL II IN HET BREIN VAN DE LERNOUT & HAUSPIE- BELEGGERS.....	70
Inleiding.....	71
Aanpak.....	72
Case-studie.....	73
Besluit.....	97
Bijlagen.....	98
Bijlage 1: Tabel ter verduidelijking van de t-waarde.....	99
Bijlage 2: Behavioural Finance Japan Fund.....	100
Bijlage 3: Artikel in verband met de beste dagprestatie van de Nasdaq ooit.....	109
Bijlage 4: Legg Mason Growth Trust (Focus Trust).....	110
Bibliografie.....	113

Illustratielijst

Figuren

Figuur 11.1	Het redeneringsproces van de beleggers gedurende het koersverloop.....	11
Figuur 16.1	De Black Box aangepast aan het brein van de belegger.....	16
Figuur 18.1	De ‘beurstafel’	18
Figuur 20.1	Psycho-economische samenstelling van de aandelenkoers.....	20
Figuur 70.1	Logo van Lernout & Hauspie.....	70

Tabellen

Tabel 21.1	De procentuele verdeling van de beurskoers.....	21
Tabel 35.1	De duurtijd en rendement nodig voor herstel.....	35
Tabel 43.1	Aandelenposities bij beleggingsclubs in 2002.....	43
Tabel 67.1	Daling beursindexen na de aanslagen in Madrid.....	67

Grafieken

Grafiek 22.1	Koersevolutie tijdens de Tulpenmanie.....	22
Grafiek 33.1	Loss-aversion bij beleggers.....	33
Grafiek 45.1	Koersevolutie ten gevolge van overreactie.....	45
Grafiek 47.1	Het verloop van een winnende en verliezende portefeuille.....	47
Grafiek 65.1	De koers van de Nasdaq voor de toespraak van Alan Greenspan.....	65
Grafiek 65.2	De koers van de Nasdaq na de toespraak van Alan Greenspan.....	65
Grafiek 74.1	Beursnotering van Lernout & Hauspie.....	74
Grafiek 75.1	Beurskoers op het ogenblik van de belangneming door Microsoft.....	75
Grafiek 78.1	Hoogte van de beurskoers bij het verschijnen van het eerste negatieve artikel..	78
Grafiek 80.1	Waarde van het aandeel op het ogenblik van de ultieme overname.....	80
Grafiek 81.1	De hoogste beurskoers van het Lernout & Hauspie-aandeel.....	81
Grafiek 83.1	Koers ten tijde van de aankoop van de grootste Amerikaanse spraakherkenner	83
Grafiek 86.1	De koers op het ogenblik van het in twijfel trekken van de Koreaanse omzet...	86
Grafiek 89.1	Koers bij het blootleggen van het occult systeem van de LDC’s.....	89
Grafiek 91.1	De waarde van het aandeel na de winstwaarschuwing.....	91
Grafiek 94.1	De beurskoers op het ogenblik van het onderzoek van The Wall Street Journal	94
Grafiek 96.1	De schorsing van het Lernout en Hauspie-aandeel op Wall Street.....	96

Inleiding

Wanneer een onderneming naar de beurs trekt, zou in een efficiënte markt, de nominale waarde per aandeel, bij de emissie, vermenigvuldigt met het aantal uitgegeven aandelen gelijk zijn aan het maatschappelijk kapitaal. Echter blijkt in veel gevallen dat dit in werkelijkheid niet klopt.

Bij de vermenigvuldiging van de beurskoers met het aantal uitgegeven aandelen, ziet men dikwijls dat het resultaat boven of onder het maatschappelijk kapitaal ligt. Hieruit kan men besluiten dat er een niet-rationele factor is die hier een invloed op heeft, namelijk de waarde gebaseerd op psychologie.

Een twintigtal jaar geleden ontwikkelde er zich een nieuwe denkschool: behavioural finance. Zij gaat ervan uit dat het gedrag op de financiële markten gedreven wordt door psychologische fenomenen zoals overdreven vertrouwen, kuddegeest, overdreven vrees voor risico... Aangezien dat gedrag de evolutie van de financiële markten bepaalt, kunnen de koersen van financiële activa dus afwijken van deze die op basis van een puur economische analyse verwacht worden. Op zich is deze stelling niet revolutionair: John Maynard Keynes¹ wees herhaaldelijk op het belang van de psychologie.

“Investors’ decisions can only be taken as a result of animal spirits of a spontaneous urge to action rather than inaction, and not as the outcome of a weighted average of benefits multiplied by quantitative probabilities.”
(KEYNES, 1936, p. 161).

Nieuw is dat er nu een meer wetenschappelijke verklaring is voor irrationaliteit op de financiële markten, zij het dat deze niet uit de economische wetenschap, maar uit de psychologie komt.

De kritiek op behavioural finance, als zou ze te anekdotisch zijn en te veel toegespitst op uitzonderlijk, marginale gevallen, heeft stelselmatig plaats moeten ruimen voor het idee dat financiële markten in het algemeen en permanent invloeden ondergaan van psychologische aard.

De gevolgen van die vaststelling zijn verrijkend. Zo brengt zij het vertrouwen in het marktmechanisme als universele oplossing voor economische problemen een ernstige deuk toe. Indien de markten gedreven kunnen worden door massapsychologie, is het immers niet vanzelfsprekend dat zij steeds, dankzij een onzichtbare hand, leiden tot het optimale evenwicht voor alle betrokkenen.

Het wordt steeds duidelijker dat de financiële economie stilaan de evolutie van de reële economie gaat sturen. Dit proces voltrekt zich via meerdere kanalen.

Een eerste kanaal bestaat eruit dat het sentiment op de financiële markten rechtstreeks het sentiment op de onderliggende economie bepaalt: optimisme op financiële markten leidt tot

¹ John Maynard Keynes (1883-1946) was één van de grootste economen van de 20^{ste} eeuw. Zijn ideeën hadden grote weerslag op het moderne economische en politieke denken. Aan het boek *The General Theory of Employment, Interest and Money* (1936) heeft hij zijn grote bekendheid te danken. In dit boek wijst hij op het feit dat de overheid een actieve rol in de economie dient te hebben en aan de hand van investeringen de economische terugval moet tegengaan. Dit boek wordt vaak aanzien als de grondlegger van de hedendaagse macro-economie.

koersstijgingen, of met andere woorden tot toegenomen rijkdom. Die verstevigt het vertrouwen in de toekomst, en ondersteunt dus op zijn beurt zowel de financiële markten als de economie.

Het tweede kanaal bestaat eruit dat het sentiment op de reële economie rechtstreeks ingrijpt: het optimisme betreffende de ondernemingen van de nieuwe economie in 1999, denkende aan de TMT-zeepbel², zorgde voor koersstijgingen en een onuitputtelijke stroom van goedkoop kapitaal voor die ondernemingen. Dat bood deze ondernemingen de kans om effectief een competitieve voorsprong te nemen op de ondernemingen van de oude economie die hun financiering duur moeten betalen.

Wanneer psychologie een fundamenteel gegeven is, wordt het voor de marktoperatoren gevaarlijk om op basis van een fundamentele analyse af te wijken van het algemene sentiment. Markten hebben immers altijd gelijk, en wie slechter presteert dan zijn collega-concurrenten wordt commercieel gestraft. Dat versterkt het zogenaamde kuddegedrag en accentueert de tendensen. Verder hebben beleggers moeite om nuchter om te springen met de informatie die ze krijgen.

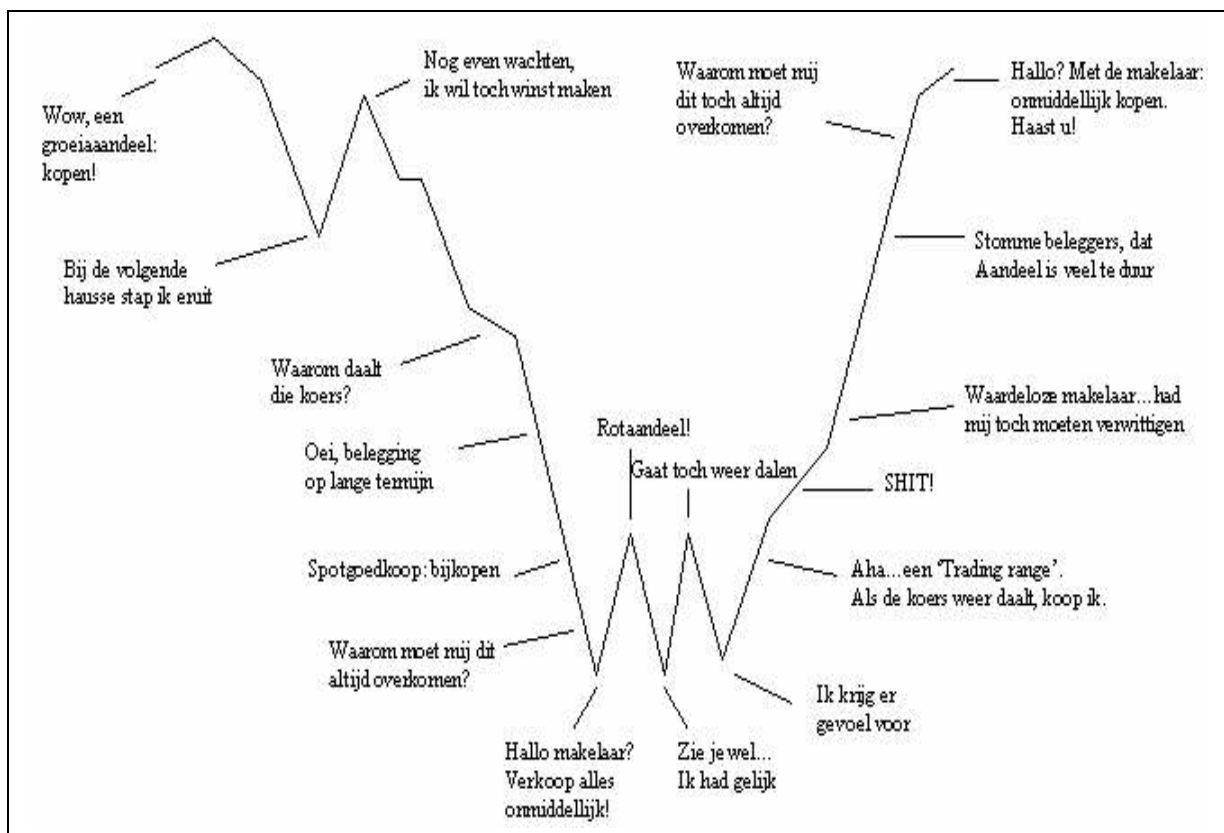
Het tweede deel van dit eindwerk gaat dieper in op de gedachtegang van de Lernout & Hauspie-belegger. Deze feiten zijn reeds enkele jaren geleden gebeurd, waardoor het nodig is om retrospectief te werken. Hierin schuilt echter één grote troef, namelijk dat de gehele zaak omtrent Lernout & Hauspie vaststaat. Men kan bijgevolg het hele verloop, inclusief het psychologische aspect, nagaan zonder met enige, toekomstige onzekerheden rekening te moeten houden. Hierdoor is het eveneens mogelijk om het theoretische gedeelte op een nauwkeurige manier met de gebeurde werkelijkheid te toetsen.

Uit het voorgaande blijkt dat psychologische processen, die ons in ons dagelijks leven leiden, ons vaak misleiden bij het nemen van investeringsbeslissingen. Het doel van de wetenschap is in de eerste plaats deze psychologische valkuilen, die een korte termijn invloed hebben op de beurzen, te onderkennen om betere financiële beslissingen te kunnen nemen.

² Technologie, Media, Telecom-zeepbel

DEEL I

Theoretische uiteenzetting



Figuur 11.1 Het redeneringsproces van de belegger gedurende het koersverloop

Hoofdstuk 1: Factoren die de beurskoers bepalen

In dit hoofdstuk worden de belangrijkste factoren, die de waardering van aandelen op de beurs mee bepalen, weergegeven. De waardebeoordeling van aandelen is geen exacte wetenschap. Op basis van retrospectieve of hedendaagse gegevens, kan men geen uitsluitend geven over de marktwaarde van een aandeel. De waardering van een aandeel hangt af van de vooruitzichten van de determinanten van de koers. Op sommige van die determinanten heeft de economische wetenschap geen vat, denkend aan het psychologische aspect.

1.1 Macro-economische variabelen

1.1.1 De vraag en het aanbod van aandelen

Het feit dat vraag en aanbod de marktprijs bepalen, ligt voor de hand. Een omvangrijke vraag of aanbod van aandelen kan soms de beurskoers beïnvloeden. Dit is bijvoorbeeld mogelijk wanneer institutionele beleggers op een bepaald ogenblik collectief de aandelenmarkt met een vrij groot kapitaal betreden. Hierdoor is er een toename van de vraag en zal er zich een koersstijging voordoen.

1.1.2 De groeiprestaties en de evolutie van de economie

Een economie, die een goede beursevolutie kent, dient een snelle werkelijke groei van het bruto binnenlands product te bezitten. Van dit bruto binnenlands product dienen de vooruitzichten qua groei wel gunstig te blijven. Een toenemende vraag naar goederen en diensten zorgt voor een verbetering van de winstgevendheid van de ondernemingen die op de beurs genoteerd zijn.

1.1.3 De winstprestaties en de -verwachtingen van het bedrijfsleven

De winst zorgt enerzijds voor dividenden, namelijk het deel van de winst dat uitgekeerd wordt. Anderzijds wordt het niet-uitgekeerde deel in de onderneming gehouden en zorgt zo voor een versterking van de financiële structuur van de onderneming.

Er bestaan verschillen qua winsten en dit afhankelijk van de bedrijven, sector...

Verder zijn er omstandigheden die een vertekend beeld kunnen geven van de winstvergelijking. Hierbij kan er gedacht worden aan het bekomen van een meerwaarde uit de verkoop van een activum.

Het uitkeren van een dividend gebeurt meestal door een deeltje van de winst per aandeel uit te betalen.

1.1.4 Het rentepeil

De wijziging van de kortetermijnrente door de centrale bank geeft het beeld weer in welke richting het monetaire beleid beweegt.

Afhankelijk van de conjunctuurfase zal er een verschil zijn in de beïnvloeding van de rente op de aandelenmarkten. Zo zal er bij een hoogconjunctuur weinig interesse zijn voor aandelen, maar zal men eerder geneigd zijn om obligaties te kopen. Bij de overgang naar een laagconjunctuur zal men de obligaties van de hand doen en terug overstappen op de aandelenmarkten.

1.1.5 De inflatie

Proefondervindelijk onderzoek heeft uitgewezen dat er een negatieve relatie bestaat tussen de inflatie en de aandelenkoersen. Zo zullen periodes van inflatiestijging samenvallen met een daling van de aandelenkoersen. Omgekeerd geldt dat er zich bij een inflatiedaling een stijging van de aandelenkoersen voordoet.

1.1.6 Wijzigingen in de geldhoeveelheid

Naar deze factor is er in het verleden al menig onderzoek gedaan. Volgens enkele onderzoekers heeft een wijziging op de geldmarkt een vertraagd effect op de beursindexen. Anderen menen dan weer dat de verandering in de geldhoeveelheid snel door de aandelenmarkt in de koers weerspiegeld wordt. In het laatste geval neigt men in de richting van de efficiënte markt. Hierdoor is er een controverse ontstaan, waar er tot op heden nog geen echte oplossing voor gevonden is.

1.1.7 De valutakoersen

De vorming van de aandelenkoers van een onderneming wordt beïnvloed door de evolutie van de thuisvaluta, in ons geval de euro, ten opzichte van de andere valuta. Vereist is wel dat de onderneming ontvangsten verkrijgt en uitgaven doet in een vreemde valuta. De Belgische ondernemingen zijn aan twee risico's blootgesteld, namelijk het conversierisico en het omrekeningsrisico.

Het conversierisico ofwel het wisselrisico is het gevolg van de import en de export die door een onderneming uitgevoerd wordt. Het omrekeningsrisico doet zich voor bij de omzetting van de behaalde resultaten van buitenlandse vestigingen in de geconsolideerde financiële staten van de moedermaatschappij.

1.1.8 Fiscale parameters

Het fiscale aspect oefent eveneens een invloed uit op de rendementen en de koersen van aandelen. Beleggers maken een beslissing op basis van het nettorendement. Doordat er in België een systeem bestaat van progressieve inkomstenbelastingen, zal de invloed die de fiscaliteit uitoefent, verschillen van belegger tot belegger. Dividenden moeten in België niet

verplicht aangegeven worden. De bevrijdende roerende voorheffing op dividenden bedraagt 25 procent.

1.1.9 Psychologische stemmingen

Het beurswezen wordt door een aantal psychologische factoren beïnvloed. Hiermee bedoelt men dat de investeringsbeslissingen vanuit bepaalde opvattingen en emoties gebeuren en niet vanuit rationeel oogpunt.

Behavioural finance is de wetenschap die zich bezighoudt met het verklaren van de psychologische aspecten. Hierop wordt er in Hoofdstuk 6 van dit eindwerk dieper ingegaan.

1.1.10 Politieke gebeurtenissen

Belangrijke politieke gebeurtenissen hebben geen grote invloed op de beurskoersen. Op korte termijn kan er zich een paniecreactie voordoen, maar enige tijd later staan de beurskoersen terug op het niveau van voor de gebeurtenissen.

1.2 Ondernemings specifieke determinanten

1.2.1 De “dividend” versus “winsten” controverse

De winst die een onderneming genereert, kan geheel of gedeeltelijk uitgekeerd worden aan de aandeelhouders onder de vorm van een dividend. Op de vraag of het uitkeren van een dividend al dan niet de waarde van een aandeel beïnvloedt, bestaat er nog steeds geen eensluidend antwoord. Hieromtrent bestaan er drie opvattingen:

- De uitkering van een hoger dividend doet de waarde van de onderneming toenemen.
- De dividendpolitiek heeft geen invloed op de waarde van de onderneming.
- De dividenduitkering vermindert de waarde van de onderneming.

In België kan men stellen dat de beleggers meer belang hechten aan de uitkering van een dividend.

1.2.2 Overnames van beursgenoteerde bedrijven

Bij het zich voordoen van overname-aanbiedingen of enkel de geruchten zal de aandelenkoers van het desbetreffende bedrijf omhoog gaan. Bij een overname dient de overnemende onderneming een meerprijs te betalen om de aandeelhouders van de over te nemen onderneming over de brug te halen. Deze meerprijs zal stijgen al naar gelang er meerdere bidders zijn. Empirisch onderzoek heeft aangetoond dat de meerprijs die de overnemende onderneming dient te betalen hoog kan oplopen.

Van Hulle (1991) heeft de overnames in België tussen 1970 en 1986 bestudeerd en kwam tot het besluit dat een overname gemiddeld een rendement van 37 procent opleverde voor de

aandeelhouders van de over te nemen onderneming. De aandeelhouders van de overnemende onderneming leden in die periode een gemiddeld verlies van 1,3 procent. Gedurende de periode 1986-90 bedroeg de gemiddelde meerprijs 45 procent.

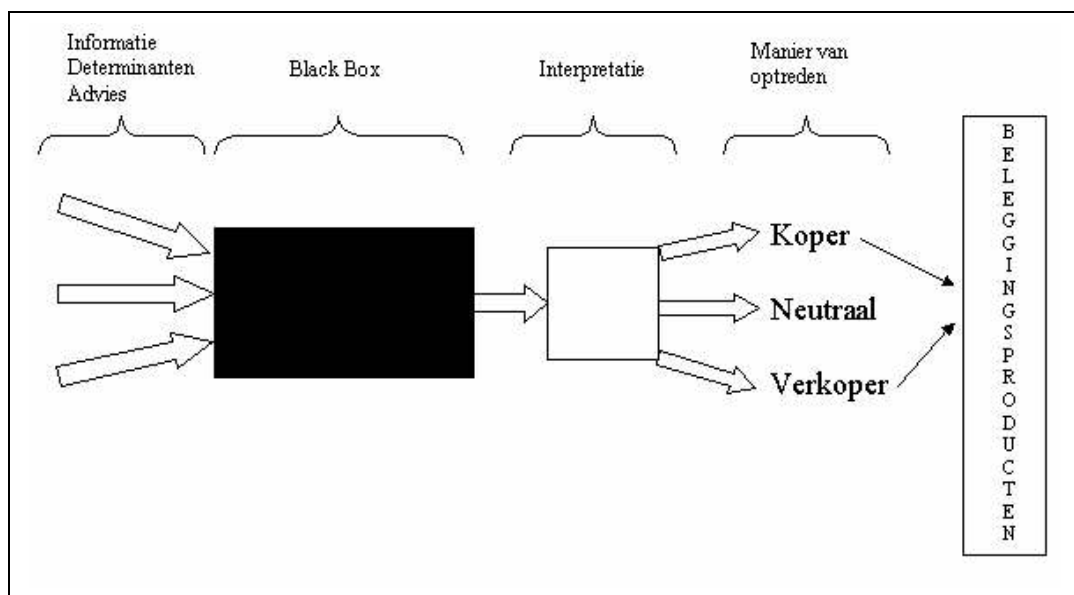
1.2.3 Beursintroducties

Een beursintroductie kan gebeuren tegen een vaste prijs ofwel binnen een prijsvork. Bij een prijsvork wordt vooraf een minimum en maximumprijs bekendgemaakt. Afhankelijk van de biedingen binnen deze prijsvork zal de onderneming een inschrijvingsprijs vastleggen. Eén van de motieven voor beleggers om in te tekenen op een aandeel is de underpricing en het eventuele rendement achteraf. Onder underpricing dient men te verstaan dat het aandeel tegen een lagere koers dan de werkelijke koers op de markt gebracht wordt.

Hoofdstuk 2: Black Box

Vooraleer stil te staan bij de psychologische aspecten die de beurskoersen mee bepalen, wordt er dieper ingegaan op de basis, namelijk de psychologie. Hierbij dient men te denken aan al hetgeen zich afspeelt in de hersenen van de belegger. Hieronder wordt daaromtrent een algemeen basisverloop weergegeven.

2.1 Redeneringsproces van de belegger



Figuur 16.1 De Black Box aangepast aan het brein van de belegger

2.2 Verklaring

Vandaag de dag zijn er een enorm aantal mogelijkheden om informatie op te doen betreffende de beurs, effecten... Hierbij kunnen we denken aan het Internet, gespecialiseerde kranten... Deze informatie wordt gebundeld en verwerkt in de 'Black Box', namelijk de hersenen van de belegger.

In de 'Black Box' zal de informatie geanalyseerd worden op basis van de persoonlijke prioriteiten en denkwijze. Het gedeelte van de informatie dat na de analyse overblijft, zal gebruikt worden door de belegger. Na het interpreteren van dit gedeelte, gaat de belegger zijn keuze kenbaar maken. Aangezien elke persoon anders denkt, zullen er steeds andere interpretaties gevormd worden en is het niet mogelijk hieromtrent een formule op te stellen.

Afhankelijk van de interpretatie zal de belegger anders optreden. Is men van mening dat er zich een positieve evolutie zal voordoen, dan gaat men zich als koper engageren. Omgekeerd zal men als verkoper de markt betreden. Een laatste mogelijkheid is dat men zijn positie behoudt en zodoende niet koopt of verkoopt.

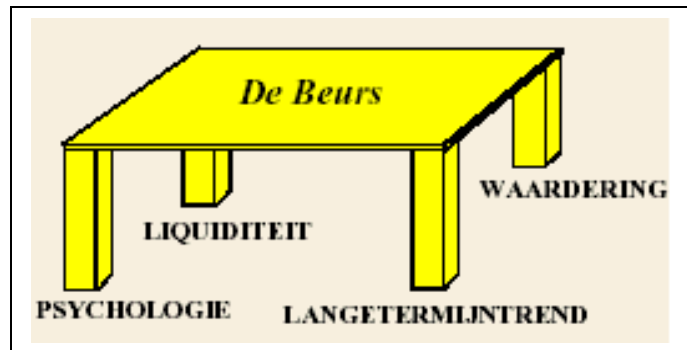
Zoals eerder vermeld, kan men de psyche van de belegger niet samenbrengen tot een bepaalde formule. Doch is het mogelijk om een inzicht te krijgen in de psyche, onder andere aan de hand van behavioural finance³.

³ Zie Hoofdstuk 6.

Hoofdstuk 3: De pijlers van de beurs

In dit hoofdstuk worden de vier pijlers, waarop de beurs gebaseerd is, beschreven. Het gaat hier meer bepaald over de liquiditeit, de waardering, de psychologie en de langetermijntrend.

3.1 De 'beurstafel'



Figuur 18.1 De 'beurstafel'

3.2 Verklaring

De beurs wordt door vier pijlers ondersteund, namelijk de liquiditeit, de waardering, de langetermijntrend en de psychologie:

- Liquiditeit: de liquiditeit is belangrijk voor de mate waarin het aandeel verhandelbaar is. Het spreekt voor zich dat, wanneer er een beperkt aantal aandelen op de beurs opgenomen is, deze moeilijker verhandelbaar zijn wegens de beperkte liquiditeit. Hierdoor zullen er minder verhandeld worden en zodoende komt er niet zo vaak een koers tot stand.
- Waardering: een belegger dient zich een idee te vormen over de werkelijke waarde van het bedrijf. Hierna moet men de beurskoers met de waarde van het bedrijf vergelijken. Vervolgens kan de belegger het desbetreffende aandeel goedkoop kopen en duur verkopen. Echter doet het zich ook voor dat men aandelen over- en onderwaardeert. Naar het einde van een bullish market loopt de waardering van aandelen op tot zekere hoogte en wordt de situatie doorgerekend in de koersen alsof de hausse nog geruime tijd zal aanhouden. In dit geval kan men van overwaardering spreken. Op het einde van een bearish market bereikt de waardering van aandelen een punt dat lager ligt dan de werkelijke waarde van het aandeel. Bijgevolg kan men spreken van onderwaardering van het desbetreffende aandeel.
- Langetermijntrend: dit is de trend over één jaar tot verscheidene jaren. De langetermijntrend staat ook bekend als de major of primary trend. Vooraleer de stijging begint, doet er zich een periode van opwarming voor. Beleggers die er van op de hoogte zijn, beginnen stilletjesaan een positie in te nemen. Gedurende de tweede periode komt de stijging, welke het gevolg is van een gunstiger klimaat, meer tot

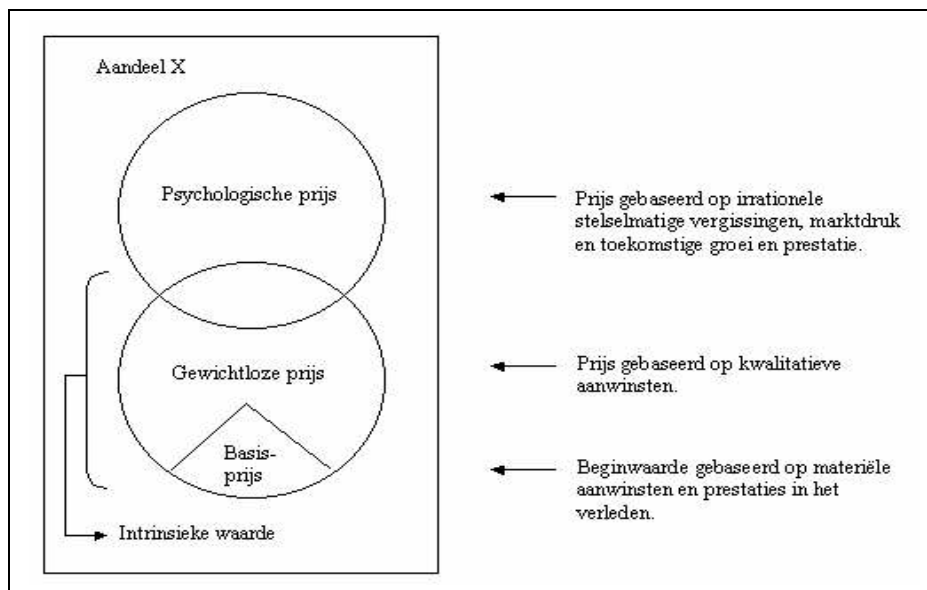
uiting en wordt de richting van de trend duidelijker. Vanaf nu wordt de trend gesteund door de trendvolgers. In de eindfase wordt de trend bevestigd door een goed draaiende economie. Tijdens de eindfase beginnen de ervaren beleggers hun posities af te bouwen. Hierna zal er stelselmatig een neerwaartse trend aanbreken. De economische groei vertraagt en hierdoor volgt er een recessie. Uiteindelijk zal de markt uitbodemmen.

- **Psychologie:** Psyche is het Grieks voor 'ziel', het innerlijke van de mens en zodoende kan men psychologie omschrijven als de wetenschap van de ziel. De laatste tijd wordt de psychologie meer en meer aanzien als een gedragswetenschap. In hetgeen volgt, zal er bekeken worden hoe de mens zich op de financiële markten gedraagt.

Hoofdstuk 4: De samenstelling van de aandelenkoers

Wanneer men een order uitvoert op de beurs, krijgt of betaalt de belegger de op dat ogenblik geldende beurskoers. In kranten, op het Internet... wordt steeds het bedrag vermeld dat het aandeel waard is. Achter deze waarde zitten echter een aantal factoren die de hoogte hiervan bepalen.

4.1 De drieledige samenstelling van de aandelenkoers



Figuur 20.1 Psycho-economische samenstelling van de aandelenkoers

4.2 Aandelenkoers en psychologie

Uit het bovenstaande schema komt er een meer op psychologie gebaseerde aandelenkoers tot uiting. Verder kan men ook een verschil opmerken tussen de aandelenkoers van een op gedrag gebaseerde berekeningswijze en deze van een conventionele berekeningswijze. Bij de conventionele wijze kijkt men enkel naar de financiële aspecten.

De belangrijkste eigenschap van het psycho-economische model is het feit dat het een dynamisch model is. Dit wil zeggen dat het psychologische koersbestanddeel, het resultaat van een groepsgevoel van beleggers op een bepaald ogenblik, enerzijds kan instaan voor een klein deeltje, anderzijds voor een groot deel van de gehele koers.

In de intrinsieke waarde van het aandeel zal steeds een klein psychologisch bestanddeel aanwezig zijn en dit ten gevolge van de manier waarop de markt potentiële winst waardeert. Deze winst is echter nog niet verwezenlijkt aangezien beleggers kopen en verkopen afhankelijk van hun visie over wat gaat komen. Deze visie kan zowel correct als foutief zijn.

Op bepaalde ogenblikken kan het zijn dat de psychologische koers bijna de volledige waarde overheerst. Hier spreekt men van de koers die gevormd wordt op het hoogtepunt van een

zeepbel⁴. Op dat ogenblik koopt iedereen de aandelen en dit zonder degelijke reden. De enige reden die men dan nog opgeeft, is het feit dat iedereen ze koopt.

4.3 De beurskoers per stadium

In het bovenstaande schema werd aangetoond dat de aandelenkoers uit drie verschillende delen bestaat. Men is echter tot de vaststelling gekomen dat de grootte van ieder deel afhangt van het stadium waarin de beurskoers zich bevindt. Morgan Stanley Dean Witter onderzocht dit en kwam tot de volgende bevindingen:

	Fundamentals	Waardering	Psychologie
Bodem	20%	20%	60%
Start herstel	30%	50%	20%
Midden bull market	40%	30%	30%
Piek bull market	20%	20%	60%
Bear market	30%	20%	50%

Tabel 21.1 De procentuele verdeling van de beurskoers

Bij het bekijken van deze percentages dient men wel te verstaan dat de grootte van ieder deel een benadering is. De percentages dienen om een beeld te geven van de verhoudingen tussen de verschillende delen.

⁴ Zie ook Hoofdstuk 5, punt 5.1

Hoofdstuk 5: Afwijkingen op de beurs

Door de jaren heen is het gebleken dat er zich op de beurs bepaalde onregelmatigheden kunnen voordoen. In dit hoofdstuk worden enkele afwijkingen nader bekeken, namelijk de bubbles of zeepbellen, het gezegde Sell in May and go away but remember to be back in September en als laatste de gevreesde crashmaand oktober.

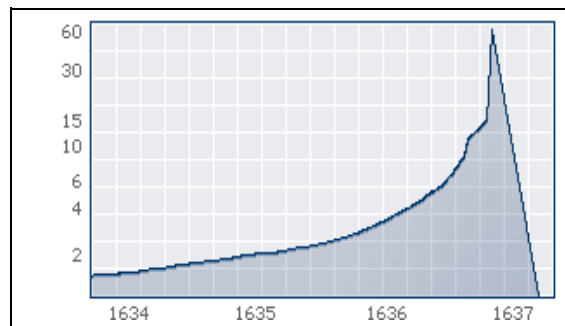
5.1 Zeepbellen

5.1.1 Definitie

Het begrip ‘zeepbel’ wordt gebruikt wanneer de hoge prijs van een aandeel veroorzaakt wordt door de verwachting van de belegger dat de prijs van het aandeel morgen ook hoog zal zijn. Deze verwachtingen kunnen zowel van rationele als niet-rationele aard zijn. Sceptici, ten aanzien van de efficiënte markthypothese⁵, zijn van mening dat de vorming van zeepbellen plaatsvindt op grond van sociale en psychologische factoren.

5.1.2 Het ontstaan van zeepbellen

Zeepbellen doen zich al zo lang voor als dat er beurzen bestaan. Eén van de meest gekende historische zeepbellen is de zogenaamde Tulpenmanie⁶ in Nederland. Door de eeuwen heen kwamen ze voor, met als laatste, de recente technologiehype.



Grafiek 22.1 Koersevolutie tijdens de Tulpenmanie

⁵ De efficiënte markthypothese stelt dat alle koersen al de beschikbare informatie bevatten en dat deze koersen kunnen gezien worden als een optimale inschatting van de reële waarde op elk ogenblik. Verder baseert de efficiënte markthypothese zich op het feit dat de beleggers zich rationeel gedragen en alle informatie optimaal gebruiken.

⁶ De Tulpenmanie vond zijn oorsprong bij de komst van de tulp in Europa vanuit Turkije in de 17^{de} eeuw. Op dat ogenblik waren tulpen enkel beschikbaar voor de rijken. Zij beschouwden tulpen als een statussymbool. Toen de middenklasse zich realiseerde hoeveel geld de rijken spendeerden aan tulpenbollen, begon speculatie zich meester te maken van de prijzen. Hieruit ontstond in 1634 de manie. Kleine bedrijven werden verkocht, familiejuwelen werden verhandeld en de prijzen van tulpen stegen naar ongekende hoogtes. De hoogste prijs die voor een tulpenbol betaald werd, bedroeg € 2.578,09. In 1637 spatte de zeepbel uiteen. Dit naar aanleiding van het feit dat een aantal handelaren hun tulpen niet meer verkocht kregen tegen de door hen gevraagde prijzen. De oorzaak hiervan was de toenemende productie. Het gerucht verspreidde zich snel en de tulpenkoersen crashten. De tulpenbollen konden uiteindelijk nog voor 10% van de hoogst genoteerde periode verkocht worden.

5.1.3 Het ontwikkelingspatroon van zeepbellen

Zeepbellen ontwikkelen zich steeds volgens een vast patroon. Zo zullen ze voorkomen tijdens een periode van economische welvaart, met andere woorden in een tijd dat er een grote hoeveelheid geld op zoek gaat naar een bestemming. Als bestemming fixeert men zich op nieuwe technologieën die veelbelovend lijken te zijn naar de toekomst toe. Qua voorbeeld kunnen we hier de technologie-aandelen aanhalen.

In het begin is een zeepbel moeilijk te onderscheiden van een hausse op de beurs. Pas na enige tijd wordt het duidelijk dat het om een zeepbel gaat. Kenmerken die dan in het oog springen, zijn verblindende hebzucht en kuddegedrag.

Een zeepbel krijgt pas volume vanaf het ogenblik dat ze mensen naar de beurs lokt die er normaal niet aanwezig zijn. Een gevolg hiervan is het feit dat de koersen enorm gaan stijgen en dat ze elk contact met de werkelijkheid verliezen.

Het grote nadeel van een zeepbel is dat ze van de ene moment op de andere kan toeslaan. Als gevolg hiervan zullen de koersen op korte tijd explosief stijgen tot een ongekeerde hoogte en, wanneer de zeepbel uiteenspat, sterk dalen. De beleggers die er van in het begin bij waren, hebben dan al lang hun aandelen verkocht en hoogstwaarschijnlijk enige winst gerealiseerd. Zij die zich pas later bij de beleggende menigte voegden, zullen de klappen kunnen incasseren omdat ze niet tijdig een koper vonden die een hogere prijs wilde betalen.

In de euforisch fase vertonen zeepbellen een aantal bijverschijnselen. Eén daarvan is een ongekeerde consumptiedrift. Beleggers gaan grote hoeveelheden geld spenderen aan de aankoop van aandelen. Een ander bijverschijnsel is minder positief. Zo zullen er zich in de euforische fase steeds bedenkelijke praktijken voordoen. Wat die praktijken betreft, kan het gaan van foutief boekhouden tot regelrechte corruptie. De beleggers in Lernout & Hauspie-aandelen kunnen hierover meespreken.

5.1.4 De herstelperiode na een zeepbel

Volgens Gregory Brown en Michael Cliff, hoogleraren aan de Universiteit van North Carolina, duurt het twee à drie jaar vooraleer de beurskoersen terug naar het normale peil keren. Deze periode geldt zowel na overdreven optimisme als overdreven pessimisme.

5.1.5 Het nut van zeepbellen

Volgens Geert Noels, hoofdeconoom bij vermogensbeheerder Petercam, heeft het zich voordoen van zeepbellen wel degelijk een positieve eigenschap. Zo is hij ervan overtuigd dat deze nodig zijn om vooruitgang te boeken. Wel is het logisch dat er zich na een overdrijving, een periode van terugval voordoet. Deze periode is nodig om het financiële gebeuren terug naar een evenwicht te laten evolueren. Men kan hier spreken van een 'economische winter', namelijk de sterkste eigenschappen blijven bestaan en de zwakste worden geëlimineerd.

5.1.6 Beursgang Google en diens 'zeepbelgehalte'

Blijkbaar zijn de excessen van de voorbije TMT-zeepbel⁷ nog steeds niet volledig weggewerkt. Wanneer we naar de toekomstige beursgang van de internetzoekrobot Google kijken, kunnen we een 'TMT-zeepbelredenering' volgen. Dit is mogelijk omdat het bericht de ronde doet dat Google tegen een koers-winstverhouding van 100 naar de beurs gebracht zou worden. De normale koers-winstverhouding ligt normaal rond de 15. Een conclusie die men kan trekken is het feit dat beleggers opnieuw bereid zijn om 'gekke' prijzen te betalen voor de aandelen.

Google wenst bij de initial public offering af te wijken van de normale regeling. Zo wordt normaal gezien een initial public offering begeleid door een zakenbank. Google ziet hiervan af omdat de bestuursleden van mening zijn dat de zakenbanken eerst hun vrienden bedelen tegen een vriendenprijs en vervolgens de andere investeerders. Hierdoor stijgt de koers fors van het aandeel, de bevriende klanten nemen winst en verkopen bijgevolg het aandeel. Hierna volgden er koersdalingen.

Om het aandeel op de beurs te noteren, wil Google overgaan tot het houden van een internetveiling. Bijgevolg zal de aandelenkoers bepaald worden op basis van vraag en aanbod, wat een extreme waarde tot gevolg kan hebben. De bepaling van deze waarde zal beïnvloed worden door psychologie en sentiment, waardoor het zeer reëel is dat de beleggers bij de introductie te veel gaan betalen voor het aandeel.

In tegenstelling tot de bedrijven uit de voorgaande TMT-hype maakt Google wel winst, maar om de koers-winstverhouding te rechtvaardigen zal de onderneming toch zeker nog enkele jaren goede prestaties moeten leveren.

Of Google nu al dan niet voor een nieuwe zeepbel op de beurs gaat zorgen, dient men nog te wachten tot de initial public offering, welke in de loop van 2004 gepland is, heeft plaatsgevonden.

5.2 Sell in May and go away, but remember to be back in September

Sell in May and go away. Er bestaat geen beursgezegde dat beroemder is als dit. Maar is deze stelling wel relevant? Is het inderdaad zo dat de beurs tijdens de zomermaanden slechter presteert en is het daarom beter om met vakantie te gaan zonder thuis een aandelenportefeuille achter te laten? Ben Jacobsen, hoofddocent financiële markten aan de Erasmus Universiteit Rotterdam, en Sven Bouman, vermogensbeheerder bij Aegon, deden hier een onderzoek naar.

5.2.1 Het ontstaan van Sell in May...

Men weet niet exact wanneer dit wereldberoemde en tevens oudste gezegde ontstaan is. De vroegste verwijzing is in het archief van krant The Financial Times te vinden, namelijk in het jaar 1964. Echter gaat men er van uit dat dit gezegde een stuk ouder is. Het gezegde geeft aan dat in mei traditioneel een zwakke beursperiode aanbreekt, zodat de beleggers er goed aan doen om hun aandelen te verkopen en gedurende enkele maanden het geld op een rekening te plaatsen.

⁷ Technologie, Media en Telecom-zeepbel, eind jaren '90 – begin jaren 2000.

Door de jaren heen kreeg het gezegde twee aanvullingen. Enerzijds: but remember to be back in September. Anderzijds: but buy back on St. Leger Day. Die laatste aanvulling verwijst naar de jaarlijkse paardenrennen in het Britse Doncaster, in september. Zo nodigt de spreuk de beleggers uit na de zomer opnieuw hun aandelen te kopen, met de suggestie dat de beurs tijdens de wintermaanden beter presteert.

In Amerika kent men dit gezegde ook als de ‘Halloween Indicator’, die stelt dat beleggers best rond Halloween (1 november) instappen om dan rond 30 april de beurs opnieuw de rug toe te keren.

5.2.2 Het onderzoek van Jacobsen en Bouman

5.2.2.1 *Aanpak*

In het onderzoek baseerden Jacobsen en Bouman zich op de koersgegevens van de landenindexen van MSCI⁸. Voor de meeste landen werd de periode januari 1970 – augustus 1998 genomen. Hiermee werd de return per deelperiode berekend. Zo werd het jaar opgedeeld in twee delen, namelijk de periode november-april en de periode mei-oktober. Ze opteerden voor de periode mei-oktober, omdat beide perioden dan even lang zijn.

In België bleken de aandelen van november tot april gemiddeld met 14 procent te zijn gestegen. Van mei tot oktober bedroeg de stijging slechts 0,15 procent. Blijkbaar zijn de wintermaanden betere beursmaanden in België dan de zomermaanden. In 36 van de 37 onderzochte landen stelde men een zelfde situatie vast. Enkel in Nieuw-Zeeland is de traditie omgekeerd.

Nadien gingen Jacobsen en Bouman na wat het returnverschil betekende. Dit werd onderzocht aan de hand van de t-waarde⁹, een statistische parameter. In België bleek die t-waarde 4,67 te bedragen en was zodoende de hoogste waarde van de 37 landen. Dit betekent dus dat de aandelen in België gedurende de wintermaanden beter presteren dan tijdens de zomermaanden. Voor de tabel wordt verwezen naar Bijlage 1.

5.2.2.2 *Verklaring voor het fenomeen*

Tijdens het onderzoek zochten Jacobsen en Bouman naar een aantal mogelijke verklaringen. Zo stelden ze vast dat het niets te maken had met het januari-effect, namelijk de vaststelling dat in de meeste landen de beurzen in januari gemiddeld beter presteren dan gedurende andere maanden. De landbouwershypothese klopte evenmin. Deze stelt dat de landbouwers in het voorjaar geld nodig hebben om zaaimateriaal aan te kopen en dus aandelen verkopen. Door een toename van de vraag naar kredieten zou de rente stijgen en in de herfst, na de oogst, zou men terugbetalen. Ook hiervan werden geen bewijzen gevonden. Zo is de rente niet hoger in de zomer dan in de winter. Verder onderzochten ze of het fenomeen zich specifiek in bepaalde sectoren uitte. Ook hier was het antwoord negatief. De belangrijkste verklaring volgens Jacobsen en Bouman, is het vakantie-effect. Ze onderzochten de impact van vakantie

⁸ Morgan Stanley Capital International Inc.

⁹ Een t-waarde van 2 wil zeggen dat de kans dat het returnverschil op toeval berust, kleiner is dan 5 procent. Bij een t-waarde van 2,32 is de kans nog maar 1 procent. België had een t-waarde van 4,67. Hierdoor kan er niet echt meer van toeval gesproken worden.

op de beurs op verschillende manieren. Hierbij werd gekeken naar de correlatie van de lengte van de vakanties en het ‘Sell in May-fenomeen’. Dit bleek positief: hoe langer mensen met vakantie gaan, hoe groter het effect.

5.2.2.3 *Verklaring voor de positieve correlatie*

Er wordt het meeste waarde gehecht aan het feit dat beleggers tijdens hun vakantie aan controleverlies lijden. Beleggers die weken van huis zijn, moeten hun portefeuilles van op afstand beheren en vrezen hierdoor minder snel te kunnen reageren op gebeurtenissen. Daarom gaat men op veilig spelen en de meeste risicodragende effecten verkopen.

5.2.3 Het bestendige karakter van Sell in May...

Kijkend naar het verleden, ziet men dat er meerdere beurssystemen gedurende bepaalde tijd werkten en vervolgens door hun eigen succes geneutraliseerd werden. Wanneer te veel beleggers hetzelfde doel hebben, verdwijnt het effect. Dit is echter niet het geval bij het ‘Sell in May-effect’. Om een systeem te doen verdwijnen, moeten er voldoende beleggers op de hoogte zijn van het effect. Vervolgens moeten ze er in geloven en er naar gaan handelen. De meeste institutionele beleggers kunnen dat niet omwille van de interne reglementen.

Tijdens het gesprek met Mr. Guillaume Duchesne, ING Investment Management, kwam dit gezegde ter sprake en vermeldde hij dat dit nog steeds mee inspeelt op de beurskoersen. Zo werd er recent een nieuwe studie gedaan door Sam Stovall, hoofdstrateeg van Standard & Poor’s. Hij onderzocht het fenomeen en dit voor de periode mei 1945 tot april 2004. Uit de studie kwam onder andere tot uiting dat in de laatste zes jaar het gezegde vijf keer waarheid werd.

5.2.4 Een universeel gezegde

Zoals reeds eerder vermeld, presteren de beurzen relatief gezien beter in de winter dan in de zomer. De beurs van Nieuw-Zeeland is hier een uitzondering op. Dus ook de beurzen van het zuidelijk halfrond waar het zomer is tijdens onze wintermaanden. Het verschil daar is echter niet zo veelzeggend.

Hier zijn verschillende verklaringen voor. Wereldwijd zijn de beurzen met elkaar verbonden, dus lijkt het niet onlogisch dat beursprestaties in het noordelijk halfrond meer invloed hebben op de zuidelijke beurzen dan een mogelijk lokaal ‘Sell in May-effect’. Verder beleggen een aantal beleggers uit het noorden in zuidse beurzen.

5.3 **Oktober, berucht als crashmaand**

Waarom zijn de beleggers zo bang van de maand oktober? De reden hiervoor is het feit dat men in de vorige eeuw regelmatig een crash¹⁰ heeft meegemaakt in de maand oktober.

5.3.1 Verleden

¹⁰ Men spreekt van een crash op de beurzen vanaf het ogenblik dat er zich een terugval van minstens 20 procent per dag voordoet.

De oorsprong van de reputatie dat oktober de crashmaand bij uitstek is, is terug te vinden in het jaar 1857. Toen daalden de aandelen op 13 oktober met 5 tot 25 procent.

Oktober 1929 was een maand waarin het crashes regende. Gedurende deze maand verloor de Dow Jones meer dan 20 procent. Op 24 oktober kregen de beleggers al een voorproefje te verwerken, waarna de Dow Jones op 28 oktober opnieuw 12,8 procent verloor. Eén dag later, op 29 oktober, ging de Amerikaanse beurs nog eens 11,7 procent dieper in het rood.

De oorzaak van de ‘Grote Depressie’ is te wijten aan het feit dat iedereen¹¹ op de beurs wou beleggen. Als reden hiervoor, kan men de toenmalige industriële groei aanhalen. Beleggers leenden in grote getale geld om dit daarna te kunnen investeren op de beurs. De Amerikaanse Centrale Bank, die toen nog geen ervaring had met dergelijke situaties, reageerde foutief en verhoogde fors de rentevoeten. Hierdoor werd de reeds verzwakte economie in een recessie geduwd. Het herstel van de gehavende economie duurde jaren.

De tweede crash deed zich voor op 19 oktober 1987. Deze dag staat bekend als de dag met de grootste daling van de beurs allertijden. Zo daalde de Dow Jones die dag met 22,6 procent. In tegenstelling tot de crash van 1929 reageerde de Amerikaanse Centrale Bank nu wel op een gepaste wijze, namelijk door de rente fors te verlagen. Bijgevolg was de aangebrachte schade een jaar later zo goed als volledig hersteld.

Een volgende sterke daling van de Dow Jones deed zich voor in oktober 1990. Toen verloor de Dow Jones zo’n 19 procent. Dit naar aanleiding van de toenmalige Golfoorlog. Het herstel was zeer snel een feit, aangezien in januari 1991 er al nieuwe orders naar Wall Street stroomden.

5.3.2 Heden

Vandaag de dag dient men zich als belegger niet echt meer zorgen te maken over het feit dat oktober de crashmaand bij uitstek is. De kans dat er zich een crash op de beurzen voordoet, is natuurlijk niet onbestaande. De mogelijkheid ertoe is echter wel kleiner geworden ten opzichte van het verleden. Hiervoor kan men twee redenen aanhalen. Enerzijds heeft men de inflatie beter onder controle, anderzijds omdat er een lage rente op de markt aanwezig is.

5.3.3 De ontorechte reputatie van oktober

Ondanks de crashes, die zich in het verleden in oktober voordeden, is de tiende maand van het jaar niet de slechtste maand om te beleggen. Zo kwam de Wall Street Journal Interactive in 1999 tot de conclusie dat september gemiddeld gezien de minst goede maand is om te beleggen op de beurs. Dit kwam tot uiting na bestudering van de koersen van de ondernemingen uit de Standard & Poors500-index.

In het verleden heeft het zich al enkele keren voorgedaan dat de beurs steeg tijdens de maand oktober. Ook heeft oktober al aan de basis gelegen van de ommekeer van een berenmarkt. Acht van de twaalf laatste berenmarkten eindigden in oktober. Een studie van Ned Davis Research heeft uitgewezen dat de Dow Jones-index gemiddeld met 1 procent zakte in

¹¹ Denken we hierbij aan huisvrouwen, studenten..., met andere woorden personen die normaal gezien niet massaal op de beurs aanwezig zijn.

september en dit over de periode 1900 tot 1998. Verder was er een negatief rendement in de maanden februari, mei en oktober. In deze maanden is er een negatieve return van 0,1 procent.

Hoofdstuk 6: Behavioural finance

In dit hoofdstuk wordt er dieper ingegaan op een aantal factoren die de wetenschap, behavioural finance genaamd, bestudeerd heeft. De factoren die hier uitgewerkt werden, zijn: loss-aversion, ‘noise’, kuddegedrag, home bias-effect en over- en onderreactie. Ook wordt er even stil gestaan bij de bezwaren die men geuit heeft ten opzichte van behavioural finance. Als laatste punt wordt er nog een blik geworpen op een beleggingsfonds dat zich hierop heeft toegelegd, maar eerst wordt er een inleiding gegeven betreffende dit vakgebied.

6.1 Inleiding

6.1.1 Definitie

Behavioural finance is een nieuw model in de financiële wereld dat de standaard economie tracht aan te vullen door gebruik te maken van gedragsaspecten. Behavioural finance werkt, in tegenstelling tot de standaard economie, met personen en het gebruik van informatie. Zo is het de bedoeling om psychologische en sociologische denkprocessen op de economische principes toe te passen. Dit alles dient om het financiële beslissingsgebeuren te verbeteren.

“Behavioral Finance closely combines individual behavior and market phenomena and uses knowledge taken from both the psychological field and financial theory.”

(WEBER, Martin, 1999)

6.1.2 Inhoud van behavioural finance.

Door het feit dat er een psychologische weerslag is op de financiële beslissingen, tracht men deze te verklaren aan de hand van de behavioural finance. Deze wetenschap is vatbaar voor de wisselende houdingen van de beleggers met betrekking tot risico's, het niet-rationele denken... Behavioural finance steunt op twee karakteristieken, namelijk enerzijds op fundamentele karakteristieken met betrekking tot het nut en anderzijds op karakteristieken met betrekking tot de psychologie.

Op basis van die karakteristieken heeft men gezocht naar de manier waarop een belegger zich gedraagt bij het nemen van een beslissing. Uit de conclusie bleek dat er twee factoren bepalend waren voor de te nemen beslissing. Langs de ene kant is de aard van de beslissing belangrijk en langs de andere kant is de omgeving, waarin de beslissing genomen dient te worden, van belang.

6.1.3 Ontstaan van behavioural finance

Tijdens de jaren '80 werden de economen geconfronteerd met fenomenen op financiële markten die moeilijk te verklaren waren binnen de rationele verwachtingen. Men begon echter te beseffen dat er een mogelijkheid bestond dat een aantal beleggers zich minder rationeel gedroegen. De economen begonnen het effect van deze irrationaliteit bij de beleggers te onderzoeken.

In eerste instantie maakten ze geen gebruik van de inzichten die de psychologie verschafte. Hoewel het onderzoek in verband met de Prospect Theory¹² van Daniël Kahneman en Amos Tversky al gepubliceerd werd in 1979, waren de economen zich er niet van bewust dat deze literatuur bestond. Laat staan dat het van belang kon zijn in het financiële gebeuren. Kahneman en Tversky introduceerden verandering in voorkeur en de wisselende informatie om duidelijk afwijkingen te verklaren. Anders gezegd, om aan te tonen dat mensen zich niet altijd rationeel gedragen.

Later werden de economen zich bewust van de Prospect Theory en de psychologische literatuur over vuistregels en vooringenomenheid. Het beoordelen van informatie leidde tot het opstellen van een model dat de reden beschreef waarom mensen eerder kiezen voor iets dat irrationeel is.

Misschien heeft de beurscrash van 1987 dé extra impuls gegeven om de waarde van de rationele verwachtingen in vraag te stellen. Hoe dan ook werd de financiële literatuur, die de psychologische ideeën gebruikt om het gedrag van de beleggers te verklaren, een aparte wetenschap. Deze wetenschap bedacht haar eigen naam, namelijk behavioural finance.

De meest gekende personen die tot de groep van grondleggers van behavioural finance behoorden, waren:

- Paul Slovic, die in 1972 een onderzoek deed naar de manier waarop experts het risico inschatten en hoe de particuliere belegger het te nemen risico voor ogen ziet.
- De Belg Werner De Bondt, die sinds 1984 in Amerika gevestigd is en sinds aan de Wisconsin-Madison School of Business Investment Management doceert. Verder is hij directeur van het Center for Behavioural Finance aan de Universiteit van Chicago. Hij was, samen met Richard Thaler, één van de eerste wetenschappers die een onderzoek deed naar het overreageren van beleggers op de beurzen.
- Daniël Kahneman en Amos Tversky, beiden Amerikaanse psychologen, hebben eind jaren '70, begin jaren '80 de basis gelegd met verscheidene onderzoeken naar het menselijke gedrag.

6.1.4 De link tussen behavioural finance en de Nobelprijs

Deze link werd tot stand gebracht door de Amerikaans-Israëlische psycholoog Daniël Kahneman. Kahneman legde, samen met zijn intussen overleden gezelschap Amos Tversky, de basis voor de behavioural finance.

¹² De Prospect Theory stelt dat de mens bij besluitvorming onder risico niet volgens rationele handelingen te werk gaat. Op basis van proefondervindelijk onderzoek constateerden Kahneman en Tversky dat de gemiddelde persoon de mogelijke resultaten van zijn beslissingen beschouwt als vooruitzichten, als veranderingen ten opzichte van zijn uitgangssituatie. De waarde die de resultaten van een beslissing krijgen, hangt af van het type verandering dat plaatsvindt.

Hij kreeg de Nobelprijs economie 2002 voor de studie naar het integreren van inzichten uit psychologisch onderzoek en de economische wetenschappen, dit op gebied van menselijke oordeel- en besluitvorming. Anders gezegd, was het een onderzoek naar de irrationaliteit van de beslissingen van de ‘Homo Economicus’¹³.

6.2 De basisprincipes van behavioural finance

6.2.1 Begrensde rationaliteit

Onder begrensde rationaliteit wordt verstaan dat wanneer een belegger een keuze maakt, hij niet alle mogelijke acties gaat overwegen. De factoren die hierin een rol spelen zijn het geheugen, de emoties, sociale gewoonten... Dit alles geeft weer dat er een verschil is tussen hetgeen een belegger effectief doet en hetgeen hij normaal gezien zou moeten doen.

6.2.2 Vertekening omwille van heuristische factoren

Heuristische factoren kan men omschrijven als vuistregels die de belegger voor zichzelf gaat uitvinden. Men gaat hier gebruik maken van de ‘trial and error-methode’. Deze methode is niet alleen hier van toepassing, maar wordt eveneens in andere wetenschappen gebruikt. Behavioural finance stelt dat deze voor zichzelf uitgevonden vuistregels, die helemaal of deels foutief zijn, mee aan de basis liggen van een vertekening op de financiële markten.

6.2.3 Mental frames

In dit onderdeel gaat men kijken naar het algemene beeld dat de belegger heeft van een bepaalde onderneming. Het algemene beeld bestaat uit een samenvatting van de in het verleden gebeurde gebeurtenissen en de reeds toegelichte, toekomstige gebeurtenissen.

Uit onderzoek is gebleken dat mensen in veel gevallen dezelfde frames hebben. De oorzaak van deze collectieve frames ligt bij de media of bij de beursgoeroes. Ook kan men constateren dat deze ‘mental frames’ niet zo snel aan verandering onderhevig zijn. Dit is te verklaren aan de hand van het feit dat beleggers positief nieuws altijd voor waar aannemen, maar negatief nieuws meestal in twijfel trekken.

6.3 Eigenschappen van individuele beleggers volgens behavioural finance

6.3.1 Het overmoedig zijn van de belegger

Men kan hierbij opmerken dat wanneer men aan mensen vraagt om de betrouwbaarheid van hun kennis en de eigen capaciteiten toe te lichten, men zichzelf steeds gaat overschatten. Wanneer men dit toepast op de verworven winsten van een belegging, zal men het succes steeds verklaren aan de hand van zijn eigen handelingen. Anderzijds zal men bij een geleden verlies steeds pech of externe factoren aanhalen om dit te verantwoorden.

¹³ In de klassieke Westerse economische literatuur werden mensen omschreven als rationele individuen, mensen die steeds de juiste beslissingen nemen. Naar dit perfecte wezen werd herhaaldelijk verwezen door middel van het begrip ‘Homo Economicus’. ‘Homo Economicus’ slaagt er altijd in om het beoogde rendement te bereiken. Dit aan de hand van de informatie die een impact heeft op zijn of haar beslissingen. Onderzoek heeft uitgewezen dat deze ideale situatie voor bijna alle beleggers onbestaande is.

Overmoed is echter het grootst bij moeilijke opdrachten, bij onzekere voorspellingen en bij te nemen beslissingen waarbij snelle feedback ontbreekt. Het selecteren van aandelen omvat voorgaande eigenschappen, waardoor men kan stellen dat ook hier overmoed aanwezig kan zijn.

Een opmerkelijk kenmerk van overmoed is het feit dat dit voornamelijk bij mannen voorkomt. Deze eigenschap blijkt genetisch bepaald te zijn. De hersenen van de man sturen overmoedsignalen uit waardoor de man risicovollere zaken aandurft, in plaats van zich bezig te houden met veilige acties waarvan met bijna zekerheid gesteld kan worden dat ze een positief resultaat zullen geven.

6.3.2 Loss-aversion

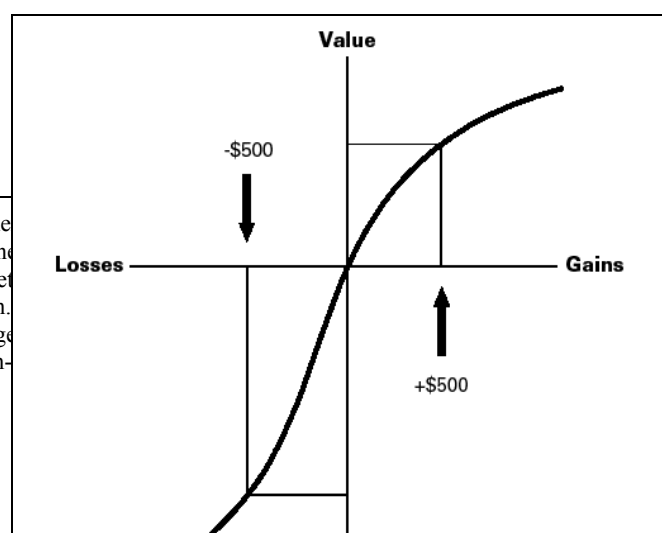
Verlies lijden is een factor waaraan men niet graag denkt wanneer men zich als belegger gaat profileren. Echter kan men vaststellen dat wanneer een belegger verlies lijdt, hij blijft hopen om na enige tijd terug naar break-even te evolueren en om eventueel zelfs nog wat winst te maken.

Als men bij een vorige gok winst heeft gemaakt, zal men bij de volgende meer risico nemen. Na een eerder geleden verlies, gaat men zich meer indekken tegen een toekomstig verlies. Een andere benaming hiervoor is het 'house money-effect'¹⁴. Men kan dus stellen dat de graad van verliesaversie afhangt van voorheen verkregen winsten of geleden verliezen.

Hieruit kan men concluderen dat een belegger meer belang hecht aan het feit geen verlies te maken dan aan het feit winst te maken. Studie heeft uitgewezen dat een verlies zwaarder doorweegt dan een winst genereren. Op de onderstaande grafiek is dat duidelijk merkbaar.

Wanneer een belegger een winst van \$500 genereert dan zal dit voor hem, psychologisch gezien, niet zo'n sterke invloed hebben. Dit is het gevolg van het feit dat men steeds meer en meer winst wil maken. Lijdt men een verlies van \$500, dan zal dit psychologisch gezien zwaarder doorwegen. Als verklaring hiervoor kan men aanhalen dat men door verlies te lijden een deel van zijn vermogen verliest. Een daling van het vermogen heeft nu éénmaal emotionele gevolgen. Zo weegt een verlies, volgens Kahneman en Tversky, twee keer zwaarder door dan het verkrijgen van een winst.

¹⁴ Mensen kunnen minder investeren dan niet van het. Beleggers zijn over het algemeen meer geneigd om te investeren in een herbelegging. Mensen nemen bij het herbeleggen meer risico. Dit is het house money effect. Het is niet vatbaar voor het disposition-



wanneer ze enerzijds geld aan hen zelf gaat investeren. Echter ze een eerder gedane verlies, gaat men meer risico nemen. Wanneer er winst is, niet vatbaar

Grafiek 33.1 Loss-aversion bij beleggers

6.3.2.1 Disposition-effect

Onder disposition-effect verstaat men het feit dat de belegger te snel aandelen gaat verkopen die winstgevend zijn en dat hij verlieslatende aandelen te lang in portefeuille houdt. De reden waarom men dalende aandelen in portefeuille houdt, is eigenlijk heel eenvoudig. De belegger gelooft namelijk dat aandelen die verlies maken na enige tijd terug gaan stijgen.

Beleggers beschouwen elk aandeel afzonderlijk en gaan bijgevolg verliezen en winsten per aandeel bekijken. De efficiënte theorie stelt dat elk aandeel gelijk is, alleen de naam is anders, en dat de belegger zodoende de winst of het verlies van het geheel moet beoordelen. Aangezien beleggers aandelen altijd apart bekijken, zullen zij minder snel geneigd zijn een aandeel, dat met verlies in hun portefeuille zit, te verkopen.

Een ander punt stelt dat eerder geleden verliezen of verkregen winsten een invloed zullen hebben. Zo zal een verlies na een eerder verkregen winst minder zwaar doorwegen dan verlies maken na een eerder geleden verlies. De belegger zal er niet zwaar aan tillen omdat het verlies gecompenseerd wordt door de voorheen verkregen winst. Een verlies na een eerder geleden verlies zal pijnlijker zijn aangezien beleggers op dat ogenblik gevoeliger zijn voor een bijkomende terugval.

6.3.2.2 Psychologische fundamenteën

A Mental accounting

De onderliggende gedachte bij mental accounting is dat beleggers voor de verschillende keuzes verschillende ‘accounts’¹⁵ gaan openen. Mental accounting verklaart ook waarom een belegger nalaat het referentiepunt van een aandeel opnieuw aan te passen. Zo zal wanneer er een nieuw aandeel gekocht wordt, een nieuwe ‘account’ geopend worden. Het oorspronkelijke referentiepunt is de aankoopprijs van het aandeel. Ten opzichte van die aankoopprijs zal men de komende winsten of verliezen beoordelen. Zoals eerder vermeld, zal de belegger voor elke ‘account’ apart een beslissing nemen, zonder rekening te houden met eventuele interacties.

¹⁵ Een mental account is een imaginaire rekening die de belegger per aankoop van een bepaald aandeel gaat openen.

B Framing

Kahneman, Tversky, Thaler en Schwartz (1997) vermelden dat beleggers een verschillende keuze maken bij een verschillende beschrijving, framing, van hetzelfde probleem. Na het bekijken van de loss-aversion kan men stellen dat de beleggers een grotere afkeer hebben van verlies dan een voorkeur voor winst. Een belegger zal bij het nemen van een beslissing deze laten afhangen van de wijze waarop de beschrijving gebeurt.

Hierbij kan een voorbeeld gegeven worden. Stel dat een persoon 250 euro ter beschikking heeft en dit wenst in te zetten om zo een gok te wagen waardoor men kans maakt om het geld te verdubbelen. Enerzijds heeft men 50 procent kans om de inzet te verdubbelen. Anderzijds bestaat er 50 procent kans dat men het geld verliest. Afhankelijk van de manier waarop men het resultaat beschrijft, zal de keuze van de persoon in kwestie beïnvloed worden. Men kan stellen dat de tweede beschrijving niet zo aantrekkelijk overkomt als de eerste beschrijving.

C Regret avoidance

Bij het nemen van een aankoopbeslissing van aandelen, zullen beleggers de resultaten die ze verkregen, vergelijken met de resultaten die ze zouden gehad hebben indien ze vroeger of later gekocht zouden hebben. Verkopen met verlies zorgt voor het krijgen van spijt, terwijl verkopen met winst trots tot gevolg heeft.

Spijt ligt daardoor mee aan de basis van het feit dat beleggers aandelen die verlies maken, te lang in portefeuille houden. Beleggers voelen meer spijt bij het verlies van een bepaald bedrag dan dat men plezier heeft bij winst van dezelfde som. Verder zullen beleggers ook spijt hebben van de aankoop van bepaalde aandelen wanneer blijkt dat de aandelen die ze eerst dachten te kopen, sterker stijgen dan verwacht.

Hierdoor krijgt men als belegger het gevoel een verkeerde beslissing gemaakt te hebben. Bij het nemen van een volgende beslissing, zal men een andere keuze nemen. Er bestaat namelijk een verband tussen spijt en voldoening. Des te meer spijt men van een bepaalde beslissing heeft, des te minder voldoening men er van heeft.

D Self-control

Het begrip self-control wordt door Shefrin en Thaler (1981) aanzien als een interpersoonlijk conflict tussen het rationeel gedeelte en het emotioneel gedeelte van de mens. Het rationeel deel stelt de planner voor, terwijl het emotioneel gedeelte de doener vertegenwoordigt. De doener uit de reacties die geassocieerd zijn met spijt en trots. De planner daarentegen is dikwijls niet sterk genoeg om ervoor te zorgen dat de emotionele reacties van de doener rationeel blijven. Shefrin en Statman (1985) tonen aan dat bij het disposition-effect er onvoldoende self-control aanwezig is om verliezen tijdig te realiseren, met andere woorden vooraleer het verlies een te grote omvang bereikt.

6.3.2.3 De duurtijd vooraleer geleden verliezen weggewerkt zijn

Deze vraag zal waarschijnlijk door veel beleggers, die in het verleden verlies geleden hebben op hun portefeuille, gesteld worden. Bij het oplossen van de vraag moet men rekening houden met twee zaken, enerzijds de grootte van het geleden verlies en anderzijds de kracht van het herstel.

Stel dat het aandeel met 60 procent in waarde gedaald is. De aankoopprijs bedroeg 100 euro, dus is het op dit ogenblik nog maar 40 euro waard. Om terug aan de oorspronkelijke aankoopprijs te komen, zal het aandeel met 60 euro moeten stijgen. Hierdoor dient een aandeel van 40 euro dat met 60 euro moet stijgen, een winst van 150 procent¹⁶ te boeken. Bijgevolg kan men stellen dat een aandeel met 150 procent moet stijgen om een verlies van 60 procent goed te maken.

Wanneer men in de onderstaande tabel kijkt, ziet men dat dit verlies op vijf jaar weggewerkt kan worden en dit op voorwaarde dat het aandeel gedurende die periode met 20,11 procent per jaar stijgt. Stijgt het aandeel maar met 9,60 procent per jaar, dan zal het herstel over een periode van tien jaar lopen. Indien het redement 6,30 procent per jaar bedraagt, zal het vijftien jaar duren vooraleer men de volledige inzet terug heeft.

Verlies	Nodige groei voor 'herstel'	Termijn voor 'herstel'	Jaarlijks netto-rendement, vereist voor 'herstel'
30%	42,86%	5	7,39%
		10	3,63%
		15	2,41%
40%	66,67%	5	10,76%
		10	5,24%
		15	3,46%
50%	100%	5	14,87%
		10	7,18%
		15	4,73%
60%	150,00%	5	20,11%
		10	9,60%
		15	6,30%
70%	233,33%	5	27,23%
		10	12,79%
		15	8,36%

Tabel 35.1 De duurtijd en rendement nodig voor herstel

6.4 Noise

6.4.1 Definitie

¹⁶ $60/40 \times 100 = 150\%$

‘Noise’ kan men het best omschrijven als ruissignalen die zich in de markt verspreiden.

Het resultaat hiervan is dat financiële markten inefficiënt worden. Als gevolg hiervan ontstonden de liquide markten. Mede dankzij het aanwezig zijn van de zogenaamde ‘noise-traders’ werden de markten liquide. Wanneer de financiële markten rationeel zouden zijn, zou er geen handel mogelijk zijn. Zo gaat een rationele belegger geen aandeel kopen van een andere rationele belegger. Op het ogenblik dat voor de verkoper uit de informatie blijkt dat het aandeel voor hem niet meer voldoet, zal de koper eveneens hieruit zijn conclusie trekken en besluiten het aandeel ook niet te kopen omdat het voor hem ook niet zal voldoen.

Bij het bekijken van de financiële markten ziet men dat het beeld vertekend is. Dit komt doordat er ‘noise’ aanwezig is. Het vertekende beeld is mogelijk omdat er voor de belegger twee soorten informatie voor handen zijn. Langs de ene kant de echte informatie en langs de andere kant ‘noise’. Bij deze zal ‘noise’ ervoor zorgen dat de koersen die kenbaar gemaakt worden, niet de echte koersen zijn.

Ondanks alles is het aanwezig zijn van ‘noise’ op de financiële markten positief. ‘Noise’ zorgt er voor dat de koersen verschillen van hun fundamentele waarde. Des te meer de koersen afwijken van de fundamentele waarde, des te meer gaan beleggers, die zich op de pure informatie baseren, hun posities innemen. Meestal gaan de geïnformeerde beleggers meer winst behalen dan de ‘noise-traders’.

Men zou dus kunnen stellen dat ‘noise-traders’ voor liquiditeit zorgen op de financiële markten. Deze liquiditeit is nodig om een goede werking van deze markten te garanderen.

6.4.2 Het handelen op basis van ‘noise’

Noise-traders handelen niet op basis van goede informatie, maar zullen eerder handelen op basis van ‘noise’. Vele beleggers zullen niet de portefeuille aanhouden die ze kunnen vormen met de goede informatie die voorhanden is op de markt. Verder zijn de portefeuilles van de beleggers weinig gediversifieerd en zullen ze slechts één of enkele aandelen aanhouden.

Veel beleggers denken te handelen op basis van goede informatie, maar ze beleggen echter in het kader van ‘noise’. Meestal realiseert men zich dit niet, aangezien men nooit echt zeker kan zijn of men handelt op basis van goede informatie. Het is altijd mogelijk dat men belegt volgens verkregen informatie die reeds in de prijzen verwerkt zit. Wanneer zulke informatie al in de aandelenkoers verwerkt zit, handelt men op basis van ‘noise’.

Noise-traders gaan deze informatie als goede informatie beschouwen en hierdoor gaan ze hun portefeuille samenstellen op basis van foutieve beslissingen.

6.4.3 Noise-trader-risico

Irrationale beleggers zorgen ervoor dat er een prijsrisico ontstaat op de financiële markten. Een andere benaming die men aan dit prijsrisico kan geven is noise-trader-risico. Op bepaalde tijdstippen zal men rendementen overschatten en op andere tijdstippen eerder onderschatten. Bij het nemen van beslissingen, baseren de beleggers zich, zoals eerder vermeld werd, op foutieve overtuigingen. De onvoorspelbaarheid van de overtuigingen van de beleggers zal noise-trader-risico tot gevolg hebben.

Het noise-trader-risico kan niet weg gediversifieerd worden. Als reden hiervoor kan aangehaald worden dat het beleggerssentiment een invloed uitoefent op de vorming van de aandelenkoers. Het noise-trader-risico zal dus ook voor een gedeelte in de koers terug te vinden zijn.

6.4.4 Voortbestaan van 'noise' door gelimiteerde arbitrage

Theoretisch gezien houdt arbitrage¹⁷ geen risico in en is er geen kapitaal vereist. Het doel van arbitrage is de prijs van een aandeel terug naar de normale waarde brengen en dus ervoor zorgen dat de markten meer efficiënt werken.

In een efficiënte markt zouden noise-traders niet kunnen blijven bestaan, aangezien er in die markt enkel goede informatie beschikbaar is. De noise-traders zouden in dit geval uit de markt gewerkt worden door de rationele beleggers en dit via de toepassing van arbitrage. Uiteindelijk blijkt toch dat de noise-traders niet uit de markt gewerkt worden.

Als reden kan hiervoor aangehaald worden dat er grenzen zijn aan het genereren van winst uit de foutieve winsten van de noise-traders. Zo zijn de beleggers die zich baseren op arbitrage risico-avers. Verder beleggen ze ook op een korte termijn. Bijgevolg zal men minder snel bereid zijn om een positie in te nemen tegenover de noise-traders omdat er een risico mee gepaard gaat. Dit risico noemt men, zoals in het vorige punt vermeld werd, het noise-trader-risico. Hierdoor kan men als arbitrageur een risico lopen door het feit dat de aandelenkoers niet terug naar de fundamentele waarde gaat.

Het kan zijn dat de terugkeer naar de fundamentele waarde lang duurt. Dit is dan het gevolg van het feit dat de noise-traders nog optimistischer of pessimistischer worden en zodoende de koers verder van de fundamentele waarde wegdrijven.

6.5 Kuddegedrag

6.5.1 Definitie

Kuddegeest is het feit dat beleggers zich aansluiten bij de beslissingen van anderen en daardoor de eigen mening negeren. De belegger gaat dus de beslissingen van anderen bekijken en dit als basis gebruiken om een eigen mening te vormen. Kuddegedrag is zowel van toepassing bij een positief als negatief gestemde markt.

“Herd behavior is a trade by an informed agent which follows the trend in past trade even though that trend is counter to his initial information about the asset value.”

(AVERY, 1998, p. 726)

6.5.2 Bewijs van het bestaan van kuddegedrag

Kuddegedrag komt in veel economische activiteiten voor. Denk hierbij maar aan rages, technologie-aandelen zoals Lernout & Hauspie, bij initial public offerings¹⁸... Meestal komt

¹⁷ Arbitrage is het aankopen van effecten op een bepaalde markt en deze onmiddellijk erna verkopen op een andere markt.

¹⁸ Zie Hoofdstuk 8, punt 8.3.1

dit fenomeen voor op financiële markten wanneer het beslissingsproces te complex is of wanneer men te weinig tijd heeft, beperkt geïnformeerd is en beperkt is in bekwaamheid.

Kudgedrag is enerzijds het meest zichtbaar tijdens financiële crisissen en daardoor de richting, waarin de groep beweegt, tegenovergesteld is aan welke men zou moeten inslaan. Anderzijds treedt het op in normale tijden wanneer beleggers, beursanalisten en fondsbeheerders het gedrag en de beslissingen van anderen overnemen.

6.5.3 Psychologische fundamente

6.5.3.1 *Bezorgdheid voor reputatie*

In een financiële servicemaatschappij is reputatie afhankelijk van de arbeidskracht. De reputatie van de analisten is afhankelijk van de kwaliteit van hun voorspellingen. Wanneer een voorspelling voorkomt, kan men twee variabelen gebruiken om het talent van een analist te beoordelen. Langs de ene kant kan men de trefzekerheid van de voorspelling nagaan. Langs de andere kant de mate waarin de voorspelling samenvalt met deze van andere analisten.

Een foutieve voorspelling zal de analist niet onmiddellijk als minderwaardig bestempelen, aangezien zelfs de beste analisten geen lijst hebben met daarop de beste voorspellingen. Echter zullen diegenen, die een voorspelling doen in de lijn met de consensus, hun reputatie sparen. Wanneer de voorspellingen foutief blijken te zijn, zal men dit wijten aan onzekerheden komende uit de omgeving en niet toevertrouwen aan de analist.

6.5.3.2 *Modeverschijnselen op de beurs*

Op beursgebied kan men ook spreken van rages. Enkele jaren geleden waren de technologie-aandelen de rage, terwijl in andere periodes andere aandelen in trek zijn. Men kan spreken van modeverschijnselen die zich manifesteren op de beurs.

In bepaalde gevallen wordt dit gestimuleerd door de media-aandacht¹⁹, waarvan geweten is dat deze een invloed heeft op de belegger. Sociale contacten kunnen ook tot modeverschijnselen leiden. Hierbij gaat de belegger uit van de vertrouwensrelatie die ontstaan is tussen hem en vrienden, collega's... Als gevolg hiervan worden aandelen opgemerkt, komen regelmatig in de spotlights en belanden daardoor veel sneller in de portefeuille van de belegger.

6.5.3.3 *Groepsnorm*

Bij het evalueren van de eigen prestaties wordt meestal gekeken naar een referentiepunt. Wanneer we dit toepassen op de beurs, dan zal de prestatie van de meerderheid als

¹⁹ Zie Hoofdstuk 8, punt 8.1

referentiepunt fungeren. Op het ogenblik dat de belegger de vergelijking maakt, zal hij minder spijt hebben wanneer de meerderheid geen beter resultaat behaald heeft.

Een ander gevolg van het meelopen met de groep is het feit dat de eigen prestaties in het verlengde van die van de meerderheid, namelijk het referentiepunt, liggen.

6.5.4 De omslag van hype in paniek

Wanneer er zich een tegenspraak voordoet van twee informatiebronnen, zal er zich, bij het toenemen van ongunstige informatie, een ogenblik ontstaan waarop de beleggers met de minste weerstand tegen het herzien van hun oorspronkelijke opinie op zoek zullen gaan naar negatief getinte informatie.

Deze beleggers gaan positieve informatie negeren, als eerste hun opinie aanpassen en zich zodoende los te maken van de kudde. Hierdoor worden steeds meer en meer investeerders zich bewust van deze feiten. Men kan stellen dat het proces zichzelf versterkt, met andere woorden dat er meer en meer beleggers op zoek gaan naar slecht nieuws en dusdanig zal er zich een massale vlucht uit de belegging in dat bepaald aandeel voordoen.

De timing van de omslag is moeilijk te bepalen. Men kan echter wel de omslag van hype naar paniek en de vlucht naar veiligheid bevatten aan de hand van rampbijziendheid en drempelheuristiek.

6.5.4.1 *Rampbijziendheid*

Bepaalde gebeurtenissen die enige tijd geleden voorgevallen zijn, zijn niet eenvoudig te herinneren. Aangezien rampen vrij zelden voorkomen, herleidt men de kans erop tot vrijwel nihil. Vervolgens zal de belegger zich gedragen naar het feit dat de kans op een ramp effectief onbestaande is. De investeerder gaat zijn gedrag hieraan aanpassen en keert ondertussen terug naar de oude gewoonte. Dit blijft het geval totdat een nieuwe ramp hem wakker schudt.

6.5.4.2 *Drempelheuristiek*

Drempelheuristiek wijst op het feit dat men de schaarse tijd die men heeft, volgens een bepaalde wijze gaat toebedelen. Indien de kans op een ramp beneden een bepaalde drempelwaarde daalt, zal er hieraan geen tijd meer besteed worden. Zelfs wanneer de kans op een ramp terug begint, gaat de investeerder hier niet onmiddellijk op reageren. Dit is te verklaren door het feit dat er geen tijd meer aan besteed werd en zodoende zal een stijgende kans niet meteen gesignaleerd worden.

6.6 Home bias-effect

6.6.1 Definitie

Home bias-effect wil zeggen dat beleggers hun geld investeren in aandelen van bedrijven van eigen bodem, namelijk bedrijven die men kent.

Als voorbeeld kan hierbij gedacht worden aan Lernout & Hauspie. Een groot aantal Belgen, vooral mensen uit de regio Ieper, gingen hierin hun geld investeren.

6.6.2 Verklaringen voor het home bias-effect

6.6.2.1 *Taalvoorkeur en cultuur*

Uit de definitie blijkt dat de beleggers een voorkeur hebben voor bedrijven waarmee ze vertrouwd zijn. Bij het nemen van investeringsbeslissingen spelen taal- en cultuureffecten een rol.

Grinblatt en Keloharju (2001) hebben een onderzoek verricht naar deze taal- en cultuureffecten. Bij deze studie baseerden ze zich op gegevens over Finland, welke interessant zijn aangezien Finland een tweetalig land is. Men spreekt er namelijk Fins en Zweeds. Hierdoor konden Grinblatt en Keloharju (2001) de studie uitvoeren zonder dat er grenseffecten meespeelden.

Voor het onderzoek werden de bedrijven opgedeeld volgens taal en dit op basis van de taal van het jaarrapport. Aangezien er één-, twee- en meertalige bedrijven op Finse bodem bevinden, gebruikte men dummies om te controleren. Verder werden de bedrijven ook ingedeeld volgens cultuur en dit op basis van de culturele achtergrond van het management, namelijk de taal en de naam van de Chief Executive Officer.

Bij het bekijken van de resultaten kan men stellen dat een Zweeds bedrijf zo'n vijftien keer populairder is dan het gemiddelde Finse bedrijf voor Zweeds-sprekende, particuliere beleggers. Bij institutionele beleggers stelden Grinblatt en Keloharju (2001) vast dat deze ratio ongeveer een tienvoud bedraagt. Omgekeerd verkiezen Fins-sprekende, particuliere beleggers Finse bedrijven. De echte oorzaak van het onderzochte taaleffect kan niet duidelijk gesteld worden. Hiervoor bestaan er twee mogelijkheden, ofwel de voorkeur voor het bedrijf dat hun moedertaal spreekt, ofwel het vermijden van het bedrijf dat een andere taal spreekt.

De resultaten van de ratio's die het cultuureffect meten, geven een zelfde beeld weer qua taalvoorkeur omtrent de bedrijven.

Hieruit blijkt dat taal- en cultuureffecten een rol spelen bij het nemen van investeringsbeslissingen. Hiervoor kan men enkele oorzaken aanhalen:

- De beleggers kunnen op een eenvoudige manier informatie inwinnen over het bedrijf waarin ze willen beleggen. Men heeft de mogelijkheid om te converseren met de leiders, werknemers, leveranciers... Verder verschaft de lokale media van tijd tot tijd informatie over het desbetreffende bedrijf. Deze factoren zullen een meerwaarde geven bij het nemen van een investeringsbeslissing.
- Een andere factor die meespeelt, is de psychologische factor. Beleggers voelen zich comfortabeler wanneer ze kunnen beleggen in bedrijven van eigen bodem, bedrijven waarover ze veel horen.

- Investeerders kunnen ook beslissen om aandelen van een bepaald bedrijf te kopen, doordat zij familie, kennissen... zijn van personeelsleden. Deze laatste investeren zelf in aandelen van het bedrijf of worden hiermee vergoed. Hierdoor gaan beleggers uit de leefwereld van de personeelsleden sneller geneigd zijn om in dat bepaald bedrijf te investeren. Deze factor zou volgens de studie van Grinblatt en Keloharju (2001) als verwaarloosbaar beschouwd kunnen worden.

Deze vertekening van de markt, veroorzaakt door de taal- en cultuureffecten, mag niet zomaar toegeschreven worden aan de irrationaliteit van de beleggers. Het probleem in de portefeuilles is in veel gevallen het gebrek aan diversificatie. Op de diversificatie wordt dieper ingegaan in punt 6.6.3.

6.6.2.2 Afstand

Een andere factor die Grinblatt en Keloharju (2001) in hun studie onderzochten, is de afstand van de belegger tot het bedrijf waarin deze investeert.

De resultaten van dit onderzoek toonden aan dat de afstand ook een invloed heeft op het beleggersgedrag. Het afstandseffect is volgens Grinblatt en Keloharju (2001) het grootst bij niet-Helsinki ondernemingen. Het effect bij ondernemingen die zich in het centrum van Helsinki bevinden, is volgens deze studie te verwaarlozen. In dit geval speelt het belang van de bekendheid van de ondernemingen. Verder blijkt ook dat naarmate men meer aandelen aanhoudt, hoe kleiner de invloed is van het afstandseffect.

De oorzaken van deze afstandseffecten zijn in het algemeen dezelfde als deze bij de taalvoorkeur en cultuur, behandeld in bovenstaand punt.

Om de afstanden te berekenen, maakt men gebruik van de 'cirkelafstand' tussen de centra. Zo worden voor een land hoofdsteden, grote steden en eventueel een centraal gelegen grote stad als centra geselecteerd. Een dergelijke manier van berekenen is terug te vinden bij Grinblatt en Keloharju (2001). Zij meten de afstand tussen de investeerder en de onderneming als de afstand in meters en dit tussen het centrum van de gemeente van de investeerder en het centrum van de gemeente waar de hoofdzetel gevestigd is.

6.6.3 Nadelen van het home bias-effect

6.6.3.1 *Het unieke risico*

Het is alom vertegenwoordigd dat men zijn beleggingsportefeuille dient te diversifiëren. Onder diversifiëren verstaat men het spreiden van de portefeuille over zoveel mogelijk verschillende aandelen. Dit is nodig omdat elk aandeel beïnvloed wordt door twee risico's, namelijk het systematisch of niet-diversifieerbaar risico en het uniek of diversifieerbaar risico. Het systematisch risico kan de belegger niet ontlopen, zelfs niet wanneer zijn portefeuille goed gediversifieerd is. Dit risico komt overeen met het marktrisico, wat onder andere bepaald wordt door de economische ontwikkeling, de rentetarieven, de fiscaliteit... Hierdoor kan men stellen dat de aandelen collectief bewegen.

Aangezien de belegger onder invloed van het home bias-effect niet of weinig diversificeert, zijn de aandelen onderhevig aan het unieke risico. Dit is een extra risico dat de beleggers

lopen wanneer ze investeren in een specifiek aandeel. Het unieke risico is een niet-systematisch risico waarbij de gebeurtenissen, die met het bedrijf te maken hebben, zwaarder gaan doorwegen op de evolutie van de aandelenkoers. Qua gebeurtenissen kan men hier onder andere denken aan het risico dat het volgen van een bepaalde strategie met zich meebrengt, staking, corruptie, investeringsbeleid...

6.6.4 Psychologische verklaringen voor het home bias-effect

6.6.4.1 *Overmoed*²⁰

Beleggers voelen zich meer vertrouwd met binnenlandse bedrijven. Bij het nemen van beslissingen over een binnenlands bedrijf bestaat de kans dat men hierover meer denkt te weten. Hierbij kan men stellen dat het gaat over een bedrijf waarover men regelmatig iets leest, iets hoort vertellen...

Dit ligt aan de basis van een steeds groter wordend vertrouwen in de eigen kennis die men heeft over dat bedrijf. Wanneer men echter twijfelt tussen bedrijven, dan zal de voorkeur uitgaan naar het bedrijf waarover men meer weet, of beter gezegd, denkt te weten.

Men dient hier wel de opmerking te maken dat het bovenstaande eerder geldt voor particuliere beleggers dan voor institutionele beleggers. Institutionele beleggers houden zich dagelijks bezig met het bestuderen van bedrijven om zo tot een goede investeringsbeslissing te komen. Een belangrijke factor die hier meespeelt, is het groepsoverleg. Verschillende informatie kan dan samen gelegd en besproken worden om tot een oplossing te komen.

6.6.4.2 *Het mere exposure-effect*²¹

Dit effect kan beleggers ertoe aanzetten om bedrijven die men kent, te verkiezen boven bedrijven die men niet kent. Doordat men de bedrijven in hun buurt regelmatig ziet, zal dit fungeren als een herhaalde stimulus. Hierdoor gaat men een positief beeld vormen en dit associëren met het bedrijf. Aan de hand hiervan gaat men een groter vertrouwen krijgen in dat ene bedrijf.

Wanneer men herhaaldelijk aan een bepaalde prikkel, uitgezonden door het bedrijf, blootgesteld wordt, zal er een kader gevormd worden van waaruit het bekijken van latere waarnemingen beïnvloed zal worden. Prikkel, die men in het verleden al waargenomen heeft, zullen hierdoor gemakkelijker herkend en sneller verwerkt worden in het geheugen.

Verder kan men stellen dat wanneer beleggers positieve affectie vertonen voor een bepaald bedrijf, dit gevoel de waarnemingen van gelijkaardige bedrijven kan beïnvloeden. Zelfs indien een andere prikkel de gemoedstoestand van een investeerder positief beïnvloedt door herhaaldelijke blootstelling, zou dit een positief gevoel kunnen veroorzaken ten opzichte van een bedrijf, behorende tot dezelfde sector, dat men daarna ziet. Onbewust gaat men dan een positief gevoel opwekken ten opzichte van dat bedrijf. Hierdoor gaat men sneller geneigd zijn om te beleggen in dit bedrijf in de buurt.

²⁰ Zie eveneens Hoofdstuk 6, punt 6.3.1

²¹ Gebaseerd op een studie van Monahan et al. (2000).

6.6.4.3 Onzekerheid

Veel beleggers zouden het liever anders gezien hebben, maar beleggen op de beurs gaat nu eenmaal gepaard met een redelijke onzekerheid. Mensen hebben hier moeilijkheden mee, aangezien het merendeel risicoafkerig is.

Beleggers die niet goed met onzekerheid kunnen omgaan, gaan eerder beleggen in bedrijven die ze goed menen te kennen. Hierdoor zullen ze sneller geneigd zijn om buitenlandse bedrijven, waarover ze niet zo veel informatie hebben, links te laten liggen.

6.6.5 Het bestaan van het home bias-effect in België

Twee jaar geleden ging de Vlaamse Federatie van Beleggingsclubs en Beleggers (VFB) met behulp van een enquête na hoe de portefeuilles van de clubs waren samengesteld. Als resultaat kwam uit de bus dat er voornamelijk belegd werd in individuele aandelen. De individuele aandelen vertegenwoordigden 77 procent van de portefeuille. Obligaties en aandelenfondsen werden door de clubs nauwelijks opgenomen in de portefeuille. Verder was er een geringe aanwezigheid van opties en warrants, hoewel een aantal clubs er wel actief mee werkten.

Opvallend in de portefeuille was de aanwezigheid van Belgische aandelen. Deze stonden in voor 60 procent van de portefeuille, Europa was goed voor 26 procent en de Verenigde Staten waren teruggevallen tot 13 procent. De totale portefeuille bestond voornamelijk uit grote Belgische en Nederlandse aandelen. In onderstaande tabel worden de aandelen weergegeven die door minstens 10 procent van de clubs aangehouden werden.

Aandeel	% clubs waarvan het aandeel zich in de top 10 bevindt	Aandeel	% clubs waarvan het aandeel zich in de top 10 bevindt
Delhaize	40%	Colruyt	14%
Fortis	39%	ING	13%
Solvay	26%	Quest for Growth	13%
Suez	25%	Barco	13%
Agfa Gevaert	21%	Nokia	12%
Interbrew	20%	Almancora	12%
KBC	19%	Telefonica	11%
ABN Amro	18%	Electrabel	11%
UCB	16%	Omega Pharma	10%
Brederode	16%	Gimv	10%
Telindus	15%		

Tabel 43.1 Aandelenposities bij beleggingsclubs in 2002

De opmerkelijkste vaststelling is, volgens de VFB, het sterk afgenomen belang van Amerikaanse aandelen in de portefeuille. Eén van de verklaringen hiervoor is de betere informatieverstrekking. Zo kunnen analisten en particulieren tegenwoordig beter binnenlandse ondernemingen leren kennen en sneller op de hoogte zijn van eventuele veranderingen binnen het bedrijf.

De Belgische beleggingsclubs beleggen veel in Belgische aandelen. Europese aandelen doen het beter dan de Amerikaanse. Als verklaring hiervoor kan men de invoering van de euro aanhalen. Europa heeft hierdoor een gemeenschappelijke munt gekregen waardoor het wisselrisico tussen de deelnemende landen verdwenen is.

Uit de resultaten van het onderzoek dat de Vlaamse Federatie van Beleggingsclubs en Beleggers gedaan heeft, blijkt dat men kan stellen dat het home bias-effect in België aanwezig is.

6.7 Over- en onderreactie

De Bondt en Thaler (1985) zijn twee van de vele onderzoekers die studies, met betrekking tot het over- en onderreageren van de financiële markten, verricht hebben.

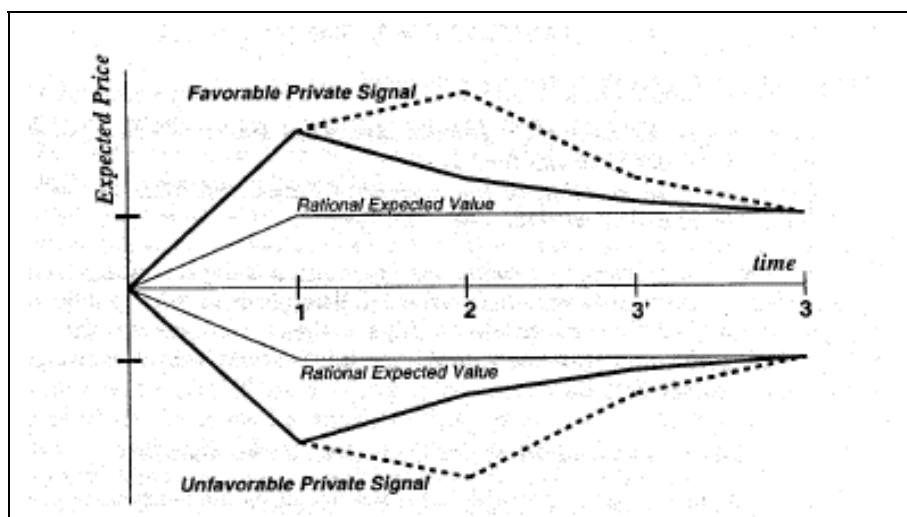
6.7.1 Onderreactie

De resultaten van de studie tonen aan dat, over een periode van 1 tot 12 maanden, aandelenprijzen onvoldoende reageren op nieuws. Bijgevolg zal het nieuws traag opgenomen worden in de beurskoersen.

6.7.2 Overreactie

Wat overreactie betreft, kan men stellen dat over een periode van 3 tot 5 jaar de aandelenprijzen sterk reageren op nieuws dat in één bepaalde richting evolueert. Dit wil zeggen dat wanneer de koers van een aandeel al enige tijd in stijgende lijn gaat, positieve berichtgeving omtrent dit aandeel een signaal is voor de beleggers dat er zich in de toekomst een verdere stijging zal voordoen. Omgekeerd kan er zich ook overreactie voordoen bij regelmatige negatieve berichtgeving. (Barberis, Shleifer, Vishny, 1998)

Door middel van onderstaande figuur is het mogelijk om een beeld te vormen van hoe de aandelenkoers reageert op overreactie.



Grafiek 45.1 Koersevolutie ten gevolge van overreactie

De dikke volle lijn geeft weer hoe de aandelenkoers reageert, terwijl de dunne volle lijn aantoont hoe de rationele aandelenkoers loopt. Wanneer men naar de positieve berichtgeving kijkt, ziet men dat de belegger op datum 1 een met 'noise' getint bericht ontvangt. Het nieuws wordt verkeerd geïnterpreteerd waardoor de beurskoers boven de rationele waarde uitstijgt. Op datum 2 ontvangt de investeerder opnieuw een met 'noise' getint bericht met als gevolg dat deels het optimisme getemperd wordt. Uiteindelijk zal een ondubbelzinnig bericht ervoor zorgen dat op datum 3 de beurskoers terug het rationele niveau bereikt.

Wat de stippellijn betreft, kan men stellen dat wanneer het met 'noise' getinte bericht de eigen visie versterkt, de overreactie langer zal standhouden. Dit wil zeggen dat het langer duurt vooraleer er een keerpunt komt in de overreactie.

6.7.3 Psychologische fundamenteën

6.7.3.1 *Conservatisme*

Conservatisme zorgt ervoor dat nieuws op korte termijn ondermaats opgenomen wordt in de beurskoersen. De beleggers zullen hun mening wel aanpassen in de goede richting, maar zoals reeds gezegd, met een te beperkte omvang. Hierdoor zal het in een irrationele markt langer duren vooraleer de koers een nieuw evenwicht bereikt.

6.7.3.2 *Representativiteit*

Representativiteit werd voor het eerst bestudeerd door Kahneman en Tversky (1974).

“A person who follows this heuristic evaluates the probability of an uncertain event, or a sample, by the degree to which it is similar in its essential properties to the parent population and reflects salient features of the process by which it is generated.”

(KAHNEMAN en TVERSKY, 1974, p. 33)

Beleggers menen na verloop van tijd patronen te herkennen in verschillende gebeurtenissen. Zo zal een onderneming die gedurende een aantal jaren een stijgende winst heeft gekend, voor de beleggers een onderneming zijn waarvan de winst naar de toekomst toe verder gaat stijgen.

Echter zijn er maar zeer weinig ondernemingen die een winstgroei blijven verwezenlijken. Toch zullen de investeerders de mogelijkheid met de onderneming associëren en dit op basis

van de in het verleden gekende winstgroei. Als gevolg hiervan zal er zich een overwaardering van de aandelen voordoen.

Omgekeerd geldt natuurlijk hetzelfde. Zo zal een onderneming die in het verleden winstdalingen heeft bekend gemaakt, volgens de beleggers naar de toekomst toe winstdalingen verwezenlijken. Dit heeft tot gevolg dat de aandelen van zulke ondernemingen ondergewaardeerd worden.

6.7.3.3 *Overmoed*²²

“One who overestimates the precision of his private information signal, but not of information signals publicly received by all.”
(DANIEL, HIRSHLEIFER, SUBRAHMANYAM, 1998, p. 1841)

Overmoed is één van de meest bestudeerde kenmerken. Het heeft een direct en indirect effect op de manier waarop de beleggers de verkregen informatie verwerken. Wat het indirecte effect betreft, kan men stellen dat investeerders te veel gewicht geven aan informatie die ze zelf bijeengebracht hebben. Het directe effect wijst op het feit dat de beleggers de juistheid van deze informatie overschatten. Vervolgens geven beleggers een te laag gewicht aan de publieke informatie.

Odean (1998) concludeerde dat beleggers het moeilijk hebben om aandelen met verlies van de hand te doen, aangezien dit overeenkomt met het bekennen dat ze een fout begaan hebben door het desbetreffende aandeel in de portefeuille op te nemen. Dit is ook de reden waarom beleggers een hoger gewicht geven aan informatie die hun eerdere visie ondersteunen of zelfs versterken.

6.7.3.4 *Self-attribution*

Volgens Daniel, Hirshleifer, Subrahmanyam (1998) zorgt self-attribution, het aan zichzelf toerekenen van gebeurtenissen, tot een verandering van het zelfvertrouwen dat de beleggers hebben. Dit wil zeggen dat ze eerst de resultaten van de te nemen beslissingen bekijken en daarna, op basis van de eigen capaciteiten, hun visie hierop aanpassen. Bijgevolg zal het vormen van een mening op een vertekende manier gebeuren.

Bem (1965) toonde via onderzoek aan dat investeerders zichzelf veel krediet geven voor een succes of wanneer er iets verloopt zoals ze het van tevoren gepland hadden. Loopt er echter iets niet volgens plan, dan zullen beleggers dit wijten aan externe factoren en niet de beschuldigende vinger naar zichzelf uitsteken.

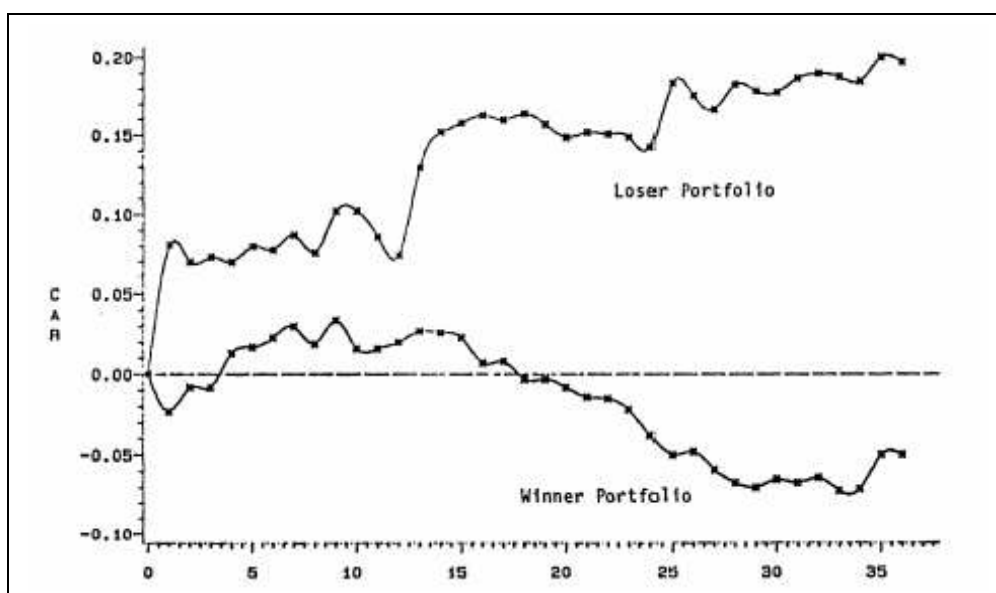
Zo zal een belegger, wanneer hij een uitgevoerde transactie bevestigd ziet met publieke informatie, meer zelfvertrouwen krijgen. Bij het verkrijgen van tegengestelde informatie zal het zelfvertrouwen in beperkte mate afnemen. Het verkrijgen van publieke informatie, dat de private informatie versterkt, kan overreactie veroorzaken.

6.7.4 Studie naar overreactie

²² Zie ook Hoofdstuk 6, punt 6.3.1

Werner De Bondt en zijn collega Richard Thaler hebben een studie in verband met overreactie uitgevoerd op de Amerikaanse aandelenmarkt. Zij toonden aan dat een portefeuille, bestaande uit de verliezende aandelen van de afgelopen 5 jaar, gemiddeld 25 procent beter presteerde in de daaropvolgende 3 jaren dan een portefeuille die bestaat uit de winnende aandelen van de afgelopen 5 jaren. Hieruit kan men concluderen dat de financiële markt overreageert. Op de onderstaande grafiek is het verloop van beide portefeuilles weergegeven.

Verder werd de studie die De Bondt en Thaler deden voor de Amerikaanse markt van 1920 tot 1980 overgedaan voor andere landen. Het resultaat dat op de Amerikaanse markt tot uiting kwam, werd bevestigd in de andere landen. Uit de studie komt naar voor dat het menselijk gedrag in de verschillende landen gelijk en toonaangevend is ten opzichte van de verschillen in aandelencultuur.



Grafiek 47.1 Het verloop van een winnende en verliezende portefeuille

6.8 Bezwaren tegen behavioural finance

6.8.1 Bezwaren

In het verleden zijn er een aantal bezwaren tegen behavioural finance ingebracht. Eén van de personen die met bezwaren kwam aandraven was Fama (1998). Hij stelde dat de invloed van gedrag op de aandelenkoersen overschat wordt.

Afwijkingen, verklaard aan de hand van behavioural finance, zijn volgens Fama (1998) toeval. Deze ontstaan door foutieve onderzoekstechnieken of kunnen op lange termijn verdwijnen. Aangezien over- en onderreactie zich even vaak voordoen, wijst dit volgens Fama op puur toeval. Bijgevolg zouden deze afwijkingen te verklaren zijn binnen de theorie van efficiënte markten.

Verder stelt Fama dat slechts enkele rationele beleggers op de financiële markten voldoende zijn om via arbitrage de aandelenkoersen terug naar de fundamentele waarde te laten evolueren.

Ook Miller (1986) staat sceptisch ten opzichte van het verwerken van psychologische aspecten in financiële markten. Dit is duidelijk te merken in één van zijn uitspraken:

“The framework is not so weighed down with anomalies that a complete reconstruction (on behavioral/cognitive or other lines) is either needed or likely to occur in the near future.”
(MILLER, 1986)

Fama bekritiseert de behavioural finance eveneens omwille van het feit dat er telkens maar één afwijking kan verklaard worden. Hierdoor zou er zich soms onderlinge strijdigheid voordoen. Vervolgens zou behavioural finance te vaag zijn.

6.8.2 Weerlegging van de bezwaren

Als weerlegging van de bezwaren, geuit door Fama en Miller, kan men aanhalen dat behavioural finance een wetenschap is die nog in volle ontwikkeling zit. In het beginstadium is het normaal dat de modellen gericht zijn op een enkel verschijnsel. Fama heeft wel gelijk wanneer hij stelt dat van behavioural finance verwacht mag worden dat het de standaard financieringstheorie na verloop van tijd dient te overkoepelen. Met andere woorden het mag zich niet beperken tot die enkele verschijnselen.

Aangezien behavioural finance nog groeiende is, lijkt het op weg te zijn naar het overkoepelende. Onderzoekers zijn het stadium van kritiek geven gepasseerd en gaan nu vastgestelde, psychologische aspecten als aanvulling op of als vervanging van de rationaliteit gebruiken. De enige uitdaging die er nu nog rest, is het vormen van een alomvattende verklaring.

Inmiddels blijkt het feit, dat de belegger zich in alle omstandigheden rationeel gedraagt, niet meer mogelijk is in de huidige financiële markten.

6.9 **Behavioural Asset Pricing Model**

The Royal Swedish Academy of Science (1990) omschreef het Capital Asset Pricing Model²³ als de ruggengraat van de moderne waarderingstheorie op de financiële markten. Ondanks de prestaties die de moderne portfoliotheorie²⁴ geleverd heeft, is het belangrijk om op te merken dat Markowitz en Sharpe de klassieke benadering van perfect geïnformeerde beleggers gebruikten.

Dit heeft tot gevolg dat de waarde van een aandeel gezien dient te worden als het resultaat van vraag en aanbod op het hoogste niveau. De markt dient hierbij alle persoonlijke houdingen en

²³ Het Capital Asset Pricing Model ofwel het kapitaalmarktprijsbepalingsmodel wordt gebruikt om de wijze waarop de prijsbepaling van een aandeel in een financiële markt tot stand komt, te verklaren.

²⁴ De fundamentele van de moderne portfoliotheorie dateren uit de jaren '50 en '60, maar liggen nog steeds aan de basis van de huidige inzichten en technieken voor portfoliostrategie. Hierbij kan gedacht worden aan het Capital Asset Pricing Model, de theorie Markowitz met betrekking op de optimale portfoliokeuze...

beslissingen op te nemen. Echter is het op de financiële markten onmogelijk om een benadering op basis van perfecte voorspellingen, volkomen flexibele prijzen en de gehele kennis van de beslissingen van andere beleggers te gebruiken. Hierdoor dient de moderne portfoliotheorie gezien te worden als een startpunt en niet als een eindpunt.

De bijdrage die de behavioural finance levert, is niet bedoeld om de fundamentele, gelegd door Markowitz, Sharpe..., af te breken, maar om aan te tonen dat er in de 'Homo Economicus' bepaalde gedragsaspecten aanwezig zijn en zodoende de moderne portfoliotheorie realistischer te maken. Het realistischer maken, gebeurt door het opnemen van gedragsaspecten in de bepaling van de aandelenkoers.

Het Behavioural Asset Pricing Model zal steviger gefundeerd zijn dan het Capital Asset Pricing Model aangezien het laatste onderhevig is aan bepaalde beperkingen. Eén van die beperkingen is het feit dat de waarde van een aandeel niet enkel door objectieve criteria bepaald wordt, maar eveneens door intuïtieve factoren zoals kuddegeest, loss-aversion...

De waardebepaling van het aandeel begint bij het Behavioural Asset Pricing Model met de identificatie van de voorkeuren die de kopers en verkopers hebben. Vervolgens worden de kenmerken op basis van waardebeoordeling opgenomen, waarna er een evenwichtige prijs bepaald wordt.

6.10 Beleggingsfondsen die inspelen op behavioural finance

6.10.1 Omschrijving

ABN Amro bracht op 12 februari 2001 het Behavioural Finance Japan Fund op de markt. Het doel van het Fonds is een vermogensgroei op lange termijn te realiseren door te beleggen in beursgenoteerde aandelen.

Bij het selecteren van de ondernemingen zal het Behavioural Finance Japan Fund zich richten tot aandelen die ondergewaardeerd werden als gevolg van emotionele en gedragspatronen die waarneembaar zijn op de effectenmarkten.

Bij de oprichting van het Behavioural Finance Japan Fund werd er rekening gehouden met vier gedragsfactoren die in het fonds geïntegreerd werden. Hierop wordt in het volgende punt dieper op ingegaan.

6.10.2 Geïntegreerde gedragsfactoren in het Behavioural Finance Japan Fund

In het Behavioural Finance Japan Fund worden vier gedragsfactoren geïntegreerd, namelijk:

- Imago-effect:
het imago van een onderneming is belangrijk. Een goed of slecht imago bepaalt of een aandeel al dan niet ondergewaardeerd wordt.
- Overdreven reactie op recent nieuws:
beleggers hechten te veel belang aan nieuw verschenen informatie en kunnen er bijgevolg overdreven op reageren.
- Vertraagde reactie op fundamentele informatie:

fundamentele informatie wordt traag geëvalueerd, wat zijn weerslag heeft op de aandelenkoers.

- Overdreven vertrouwen:
beleggers hebben veel vertrouwen in hun eigen verwachtingen en herzien deze daardoor ook niet snel.

In Bijlage 2 wordt een voorstelling van het Behavioural Finance Japan Fund weergegeven.

Hoofdstuk 7: De belegger en sentiment

“You are – face it – a bunch of emotions, prejudices, and twitches, and this is all very well as long as you know it. Successful speculators do not necessarily have a complete portrait of themselves, warts and all, in their own minds, but they do have the ability to stop abruptly when their own intuition and what is happening Out There are suddenly out of kilter. If you don’t know who you are, this is an expensive place to find it out.”
(SMIT, Adam, *The Money Game*, 1968)

7.1 De belegger versus het risico

Vanaf het ogenblik dat men beslist heeft om te beleggen, is men genoodzaakt om een zeker risico te nemen. Hierdoor zal men zich enige tijd in een zekere vorm van onzekerheid bevinden. Men moet een bepaalde tijd wachten op de resultaten van de genomen beleggingskeuze. De ene belegger is beter in staat om met deze onzekerheid om te gaan dan een andere belegger. Ook het moment waarop het risico genomen werd, speelt een zekere rol. Zo zal de belegger op het ene moment beter kunnen omgaan met een onzekerheid dan op een ander moment.

Hieruit kan men concluderen dat de belegger in meerdere of mindere mate risico-avers is. Zo was er een toename van de risico-aversie na de aanslagen van 11 maart 2004 in Madrid. Hierna was er een stijging waar te nemen van het aantal uitstaande putopties. Een putoptie zorgt ervoor dat een belegger in beperkte mate beschermd wordt tegen een daling van de beurskoers. Zo stonden er op de Dow Jones Eurostoxx50, na de desbetreffende aanslagen, 3.583 putoptiecontracten uit en maar 665 calloptiecontracten.

Door het schrijven van een putoptie verbindt de schrijver er zich toe om een bepaald aandeel te kopen voor of op het einde van een bepaalde periode. Stel dat een aandeel op 70 euro staat. Dan kan de winst voor de koper erin bestaan, bij het uitoefenen van de putoptie, dat de koper van de optie het recht krijgt om aandelen te verkopen aan bijvoorbeeld 50 euro aan de schrijver van de putoptie. Voor de optiekoper wordt het heel interessant wanneer de waarde van het aandeel beneden de 50 euro zakt. Een aandeel dat op dat ogenblik 5 euro waard is, kan dan verkocht worden tegen 50 euro. Het nadeel is dus dat de beleggers meer moeten betalen dan dat het aandeel waard is. Een dergelijk scenario deed zich voor ten tijde van de Lernout & Hauspie-hype.

7.2 Overzicht van de belangrijkste groepen afwijkingen in het gedrag van de belegger

In dit punt wordt er dieper ingegaan op de psychologie die het gedrag van de belegger bepaalt en dit met het oog op het beheer van zijn eigen portefeuille. De afwijkingen in het gedrag kunnen onderverdeeld worden in twee groepen. Ten eerste gaan de beleggers proberen om een patroon te vinden in de voorafgaande koersevoluties van de aandelen. Vervolgens laat men zich leiden tot het volgen van modellen die de waarde bepalen.

7.2.1 Observatie van de voorafgaande koersevoluties

Vanaf het ontstaan van de aandelenmarkten, heeft men getracht een patroon te vinden in het verloop van de beurskoersen. De meest gekende methode om een patroon te vinden, is waarschijnlijk extrapolatie.

Een typisch kenmerk van groei-aandelen is de hoge groeiverwachting. Zo gaan de analisten die deze aandelen opvolgen voorspellingen maken over de groei van de winst gedurende de komende jaren. Meestal gebeurt dit voor een periode tot vijf jaar verder dan het moment van analyse. Een probleem dat zich hierbij vormt, is het feit dat de beleggers deze cijfers beschouwen als groeicijfers. Deze cijfers zouden niet alleen gedurende die vijf jaar gelden, maar hebben veel langer effect.

Wanneer men deze cijfers zo ver doortrekt, of anders gezegd extrapoleert naar de toekomst toe, betekent dit dat men zich een verkeerd beeld van de marktwaarde van de onderneming gaat vormen. Men zal zodoende het bedrijf te hoog inschatten, met als gevolg dat men bereid zal zijn, en blijven, om het aandeel tegen een veel te hoge prijs te kopen.

Een onderzoek dat men enkele jaren geleden gevoerd heeft, wijst op het feit dat mensen optimistisch zijn in 'bull markets' en pessimistisch in 'bear markets'. Zo wordt het gedrag van de belegger niet alleen beïnvloed door de prestaties van de markt op een bepaald moment, maar ook door de prestaties gedurende een lange periode voor dit moment.

7.2.2 Observatie van de waarde van een aandeel

Men merkt vaak op dat een belegger een goed aandeel niet van een goed bedrijf kan onderscheiden. Zo zullen bedrijven die een groei van de winst kenbaar maken of die door bepaalde omstandigheden voorpaginanieuws worden, zullen sneller aanzien worden als de beste beleggingen van dat ogenblik. Langs de andere kant zullen bedrijven die met een verlies naar de buitenwereld komen, aanzien worden als minder aantrekkelijke beleggingen.

Het grote probleem dat zich hier stelt, is het feit dat veel beleggers zich enkel fixeren op korte termijn en hierbij zich gedeeltelijk laten inspireren door de media²⁵. Men dient echter wel rekening te houden met het feit dat de groei in de winst eens het maximum zal bereiken en daarna de omgekeerde richting zal uitgaan.

7.3 Kenmerken nodig om een bruikbare beleggerstypering te maken

Globaal gezien zijn er drie kenmerken die nodig zijn om een bruikbare beleggerstypering te maken.

7.3.1 Positieve versus negatieve levensvisie

De ene mens kijkt optimistischer tegen bepaalde zaken en gebeurtenissen aan dan de andere. Deels zit dit van nature uit vevat in het karakter, deels wordt dit bepaald door omstandigheden in een periode van iemands leven. Men kan stellen dat een positieve visie

²⁵ Zie Hoofdstuk 8, punt 8.1

een prettiger gevoel geeft en ook door anderen als aangener ervaren wordt. Ups en downs kent ieder mens, maar omdat elke mens verschillend is, zal de ene dit al meer als de andere voorhebben in zijn leven.

7.3.2 Innerlijke rust versus innerlijke onrust

Waar de een zich nauwelijks een invloed op het innerlijke door bepaalde gebeurtenissen ervaart, kan een ander zich door een onschuldige voorval al snel volledig van de wijs laten brengen. Ook nu geldt weer dat iedereen periodes kent waarin men, bij het zich voordoen van bepaalde gebeurtenissen, onrustiger wordt dan anders het geval zou geweest zijn.

7.3.3 Onafhankelijk versus afhankelijk

Een aantal mensen laten het nemen van beslissingen graag over aan anderen, terwijl anderen zich weinig aantrekken van wat een buitenstaander van hen denkt en zodoende hun eigen beleid bepalen. Toch is men niet helemaal ongevoelig voor een al dan niet uitgesproken mening van een deskundige en wordt ook een zeker iemand hierdoor wel eens aan het twijfelen gebracht.

7.4 Beleggerstypes

Door van elk van bovenstaande kenmerken één te nemen, zijn een aantal types te onderscheiden. Iedere belegger zal zich kunnen herkennen in één van deze types. Omdat ieder mens, dus ook iedere belegger, zich op verschillende momenten in zijn leven anders voelt, zal een belegger op een bepaald ogenblik meer neigen naar het ene, en op een ander ogenblik meer neigen naar een ander type.

In totaal zijn acht beleggerstypes te onderscheiden.

7.4.1 Het 'geestdriftige type'

Kenmerken:

- Positieve visie
- Innerlijk onrustig
- Onafhankelijk

Dit type belegger kan onzekerheid wel aan en neigt tot het nemen van een groot risico. Men handelt vaak impulsief, overmoedig en dikwijls omdat men het spannend vindt. Belangrijk is dat men zich voorhoudt dat men de positiegrootte aanpast, aangezien beleggingen met veel onzekerheden, en zodoende risico, niet geschikt zijn.

7.4.2 Het 'afhankelijke type'

Kenmerken:

- Positieve visie
- Innerlijk onrustig

- Afhankelijk

Bij de inname van een positie baseert men zich meestal op het oordeel van anderen. Dit type mist zelfvertrouwen en wordt zenuwachtig wanneer de adviseur twijfelt of wanneer de posities niet de gewenste richting uitgaan. Voor dit type belegger gelden eveneens beleggingen met weinig onzekerheden en dus weinig risico.

7.4.3 Het ‘rustige type’

Kenmerken:

- Positieve visie
- Innerlijk rustig
- Onafhankelijk

Dit type is psychologisch gezien het meest geschikt. Men beslist onafhankelijk, is zorgvuldig in wat men doet en volgt de genomen posities rustig. Dit alles ook bij tijdelijke tegenslagen en kan daardoor met veel onzekerheden en risico omgaan.

7.4.4 Het ‘volgzame type’

Kenmerken:

- Positieve visie
- Innerlijke rust
- Afhankelijk

Aangezien dit type eveneens afhankelijk is, laat deze een deel van de beslissingen over aan anderen. Men heeft geen plan. Hierdoor mist men zelfvertrouwen met als gevolg dat men snel aan de zelfgenomen beslissingen twijfelt. Bij tegenslag blijft dit type rustig en hoopt verder op een goede afloop. Enige onzekerheid en risico zijn geoorloofd wanneer men zich van die twijfel bewust is.

7.4.5 Het ‘vijandige type’

Kenmerken:

- Negatieve visie
- Innerlijk onrustig
- Onafhankelijk

Men neemt zelfstandig beslissingen, maar men volgt de genomen posities op met argwaan en toenemende ergernis, indien het tegenzit. De reden van de foute beslissing zoekt men niet bij zichzelf maar bij de bank of bij het aandeel zelf. Dit type verdraagt dus weinig onzekerheid en dus ook weinig risico.

7.4.6 Het 'angstige type'

Kenmerken:

- Negatieve visie
- Innerlijk onrustig
- Afhankelijk

Men neemt zelf geen beslissingen en is onrustig wanneer het fout loopt. Dit type kan niet met onzekerheid en risico omgaan. Vervolgens kan men stellen dat dit type belegger best het beleggen kan mijden. Wil men echter toch beleggen dan kan men dit best doen in het gezelschap van vertrouwelingen die bemoedigen of geruststellen.

7.4.7 Het 'verachtende type'

Kenmerken:

- Negatieve visie
- Innerlijk rustig
- Onafhankelijk

Dit type belegger neemt zelf zijn beslissingen, die in bijna alle gevallen uitgekend worden. Bij het optreden van tegenspoed, blijft dit type echter kalm. Hierdoor kan men stellen dat men een goede belegger is. Men zal meestal een beleggingsvorm kiezen die men autonoom kan beheren. In tegenstelling tot het 'rustige type', zal dit type belegger ook bereid zijn om in groep te beleggen. Dit heeft tot doel om zo eventueel enige rijkdom te bekomen.

7.4.8 Het 'verveelde type'

Kenmerken:

- Negatieve visie
- Innerlijk rustig
- Afhankelijk

Zoals bij alle afhankelijke types, laat ook dit type de inname van een positie op de aandelenmarkt afhangen van het oordeel van een andere persoon (adviseur...) of positioneert zich zelf na een minimale analyse. Vertrouwen ontbreekt en wanneer er tegenspoed optreedt, zal men het niet nalaten om de markt zo snel mogelijk met verlies te verlaten. Men wil steeds snelle winsten verwezenlijken, aangezien sensatie één van de drijfveren is. Hier kan men stellen dat dit type belegger meer een gokker is en dat men bijgevolg niet goed overweg kan met onzekerheid en het bijhorende risico.

7.5 Het verschil tussen mannen en vrouwen

Qua beleggen, kan men een verschil onderscheiden tussen het gedrag van mannen en dat van vrouwen. Barber en Odean (2001) deden hier een onderzoek naar.

Psychologisch onderzoek heeft aangetoond dat mannen sterker aan zelfoverschatting lijden dan vrouwen.

Barber en Odean (2001) analyseerden in het kader van hun onderzoek meer dan 35.000 gezinnen en dit gedurende een periode van 6 jaar. In de studie werd een onderscheid gemaakt tussen de effectenrekeningen die door mannen en door vrouwen werden geopend. Hierbij focusten ze zich vooral op het beleggingspatroon, de frequentie van handelen en het behaalde rendement. Hun uitgangspunt was tweeledig, namelijk dat mannen meer handelen dan vrouwen en dat het rendement, dat behaald wordt door mannen, lager ligt dan dat van vrouwen.

Uit de studie kwam tot uiting dat de mannen gemiddeld 1,5 keer meer handelen dan vrouwen. Hiervoor is niet altijd een rationele verklaring te vinden en bijgevolg ligt het rendement lager, namelijk 1 procentpunt lager, dan het rendement dat vrouwen behalen. Dit wil niet zeggen dat vrouwen meer beleggerservaring hebben dan mannen. Volgens het onderzoek hebben minder dan 50 procent van de vrouwen ervaring qua beleggen, terwijl een 60 procent van de mannen zegt beleggerservaring te hebben.

Men kan nu wel stellen dat een door een vrouw geopende effectenrekening door een man beheerd wordt en omgekeerd. Hier hielden Barber en Odean (2001) rekening mee en gingen bijgevolg de effectenrekeningen van alleenstaanden bestuderen. Hun eerder gestelde hypothese was dat de frequentie van handelen en het rendement groter moet zijn dan het resultaat van de gehele studie. De voorafgestelde hypothesen klopten en ze constateerden dat een mannelijke alleenstaande gemiddeld gezien 67 procent meer handelt dan een vrouwelijke alleenstaande. Het behaalde rendement ligt eveneens lager voor een alleenstaande man, namelijk 1,5 procentpunt lager, dan voor een alleenstaande vrouw.

7.6 Sentimentsindicatoren

7.6.1 Inleiding

Een droom die de meeste beleggers koesteren, is het voorspellen van de toekomstige beurskoersen. Doch komen deze voorspellingen zelden uit. Elke belegger gaat zo zijn eigen methode ontwikkelen om de 'witte raven' op beursgebied te ontdekken. Eén van die methodes is het gebruik maken van sentimentsindicatoren. Andere methodes zijn de fundamentele methode (koers/winst...) en de studie van grafieken (RSI...).

7.6.2 Investor's Intelligence Sentiment Survey

De Investor's Intelligence-indicator is een bekende indicator die zich toelegt op het meten van het aantal optimisten en pessimisten. Wil men deze indicator exact toepassen, dan dient men het tegenovergestelde te doen van datgene dat de markt denkt of voelt. Een groot aantal optimisten, bulls, is een verkoopssignaal en omgekeerd bij een groot aantal pessimisten, bears, is het het moment om terug in de markt te stappen.

De indicator komt tot stand doordat er een rondvraag gebeurt aan een 140-tal uitgevers van financiële nieuwsbrieven. Men stelt aan deze uitgevers de vraag hoe ze zich op een bepaald ogenblik voelen ten opzichte van de markten. De mogelijke antwoorden op deze vraag zijn: bullish (positief), bearish (negatief) of neutraal. Neutraal wil zeggen dat men op lange termijn positief is, maar dat men op korte termijn een correctie verwacht.

7.6.3 Het sentiment vandaag de dag op de beurzen

Kijkend naar het beurs sentiment dat zich nu op de beurzen manifesteert, kan men stellen dat dit vrij optimistisch is. Tot midden maart 2004 stond de Investor's Intelligence al 32 opeenvolgende weken erg 'bullish' getint. Dit was ineens een record in het veertigjarig bestaan van deze indicator.

De verklaring voor dit herstel en tevens de optimistische stemming, is drieledig:

- Luwen internationale spanning
het aanwezige pessimisme op de beursvloer in de periode voor de start van de herstelbeweging werd steeds in relatie gebracht met de spanning rond het Golfconflict. De beurzen herstelden nadat de Verenigde Staten Irak binnenvielen. Momenteel is de dreiging voor nieuwe aanslagen nog altijd aanwezig, maar ze beïnvloedt de beurzen niet meer.
- Snelle en krachtige economische heropleving
Een jaar geleden waren de economische indicatoren ook niet echt om over naar huis te schrijven. Investerings bleven uit omwille van de gebeurtenissen in Irak. De investeringen werden terug op peil gebracht onder stimulans van Amerika.
- Daling risicopremie
Tot begin 2003 heerste er deels een paniekstemming. Zo had men angst om te beleggen in aandelen en werd het risico geschuwd. Dit kwam tot uiting in de risicopremie²⁶. Deze risicopremie bedroeg in de jaren negentig zo'n 3 procent. Sinds begin 2002 begon de risicopremie te stijgen tot er een piek van 7,5 procent bereikt werd in maart 2003. Daarna kwam er een daling tot stand en de risicopremie viel terug tot een 3 à 3,5 procent.

Het is altijd leuk om weten dat de beurzen zich in een optimistische stemming bevinden, maar er gaan stemmen op dat het beste van de herstelbeweging al achter de rug is en er zodoende terug een recessie op komst is. De vraag blijft natuurlijk wel of dit zich al dan niet gaat voordoen.

7.7 De belangrijkste fouten van de beleggers

Na het lezen van dit en de voorgaande hoofdstukken, kan men stellen dat de belegger zich, al dan niet voor een groot gedeelte, door psychologie laat leiden in het nemen van een investeringsbeslissing. Dit geeft aanleiding tot het begaan van fouten, hieronder worden de vijf belangrijkste vermeld:

- Eens een aandeel verlies maakt, laat men dit verlies oplopen.
- Een belegger weigert een klein verlies te nemen.
- Als belegger kan men zelfs helemaal weigeren een aandeel te verkopen, met alle gevolgen van dien.

²⁶ De premie die een belegger eist van een belegging in aandelen boven de risicovolle rentevoet.

- Het aandeel verkopen in omstandigheden van gehele paniek.
- De te nemen beslissing baseren op basis van de gebeurtenissen uit het verleden in plaats van te kijken naar de verwachtingen.

Hoofdstuk 8: De omgeving en het gedrag van de belegger

Uit onderzoek blijkt dat er een aantal aspecten, komende uit de omgeving van de belegger, mee het gedrag bepalen. In dit hoofdstuk wordt er dieper ingegaan op de bijdrage van de media, het gedrag van de belegger aangaande online beleggen en de bedrijfsgebonden factoren, zoals de initial public offering, winst- en dividendaankondigingen en stocksplits. Als laatste wordt er bekeken in welke mate beursgoeroes en terreur een invloed hebben op de belegger.

8.1 Media

8.1.1 Bronnen

Bronnen die informatie qua beleggingen, beurs... verstrekken, zijn vandaag de dag zeer talrijk. Men kan bijna als het ware van een overrompeling spreken. De bronnen kan men indelen in verschillende categorieën, gaande van het Internet over magazines en kranten tot televisiekanalen.

Het zoeken van informatie in verband met beleggingen op het Internet leidt tot een groot aantal sites, gaande van sites van beurzen tot sites van de beleggingsadviseur. Verder verschijnen er magazines in het kader van beleggen. Hierbij kan men denken aan Cash!, Uw Vermogen, The Economist, De Belegger... Ook zijn er een aantal kranten die zich specialiseren in het verspreiden van financiële informatie. Iedereen kent hier wel namen zoals De Tijd, The Wall Street Journal... Voorts kan men ook de gewone kranten vernoemen waarin er aan financiële berichtgeving gedaan wordt.

Als laatste zijn er ook een aantal televisiekanalen waarop men dagdagelijks financiële informatie verstrekt en dit in sommige gevallen vers van de pers. Qua gespecialiseerde televisiekanalen kan men onder andere denken aan CNN en, dichterbij huis, het recent opgerichte Kanaal Z.

8.1.2 Manipulatie van informatie

Bij het lezen of horen van informatie kan men steeds vaststellen dat deze niet neutraal is, maar dat men deze op de één of andere manier vervormd heeft. Enkel de belangrijke feiten worden aangehaald en de onbelangrijke worden geschrapt. Belangrijke feiten zullen nu eenmaal meer in de spotlights komen. Eén van de doelen die gepaard gaat met het verstrekken van informatie, is het creëren van een meerwaarde.

Als men een bepaald feit herhaaldelijk in de spotlights zet, zal de belegger een ander beeld dan het werkelijke krijgen. Bijgevolg zal hij ook volkomen andere investeringsbeslissingen nemen.

Kahneman en Tversky (1973) hebben aangetoond dat het investeringsgedrag van de belegger wel degelijk beïnvloed wordt door de media. In hun studie stelden zij drie factoren die met de informatieverstrekking te maken hebben vast:

- Eén van hun conclusies was dat naarmate de informatie opzienbarender is, de impact hiervan groter is.
- Een tweede vaststelling was dat recentere informatie, grotere impact heeft op de beslissingen. Zo had de berichtgeving omtrent de aanslagen in Madrid van 11 maart laatstleden tot gevolg dat de beurskoersen op korte termijn een terugval kenden.
- Een derde bevinding was dat hoe helderder de informatie gebracht wordt, hoe groter de impact ervan is. Een artikel op de voorpagina betreffende een belegger die een grote som geld verdiend heeft op de beurs weegt zwaarder door dan een bepaald aantal berichten van beleggers die een kleine winst gemaakt hebben.

8.2 Online beleggen

Vandaag de dag biedt het Internet een enorm aantal mogelijkheden. Zo kan men allerlei zaken aankopen, onder andere ook aandelen, via het wereldwijde web. Het is voor de belegger mogelijk om allerlei informatie van het Internet te halen en, na analyse ervan, een beursorder te plaatsen.

Barber en Odean (2001) deden een onderzoek naar de invloed van het online beleggen op het gedrag van de belegger.

Aangezien beleggers sneller en op een eenvoudiger manier feedback krijgen, zullen ze zich vooral richten tot het laatste nieuws dat een onderneming publiek maakt. Enkele jaren geleden brak er een nieuwe trend door namelijk het beleggen in bepaalde aandelen. Hierbij kan onder andere gedacht worden aan de technologie-aandelen. Het risico dat hiermee gepaard gaat, is dat de beleggers niet meer gaan diversifiëren. Ook is het moeilijk om dergelijke ondernemingen een correcte waarde te geven, aangezien ze zich nog in een beginstadium bevinden. Deze omstandigheden kunnen een aanleiding zijn tot de vorming van een beurszeepbel.

Door het gebruik van het Internet bij het nemen van investeringsbeslissingen, kan men stellen dat de omgeving veranderd is. De belegger zal eveneens ook meer informatie tot zich kunnen nemen. Echter blijft de vraag of de belegger in staat is om al deze informatie op een behoorlijke manier te verwerken.

Een gevolg van het zelf kunnen plaatsen van beursorders via het Internet, is het feit dat de beleggers hierdoor het gevoel krijgen dat zij meer en meer controle krijgen. Het wordt voor de belegger ook gemakkelijker om voor de resultaten die hij bekomt een verklaring te vinden, aangezien er een grote hoeveelheid aan informatie beschikbaar is door middel van enkele muisklikken. Dit alles kan aanleiding geven tot het zich manifesteren van overmoed bij de belegger. Barber en Odean (2001) zijn het erover eens dat de belegger een illusie van kennis en controle heeft. Het enige dat de belegger tracht te bereiken, is het vinden van argumenten om zijn genomen investeringsbeslissing te staven.

De informatie dat het Internet aan de beleggers verschaft zal eveneens veranderen. Men gaat de toegang tot de real-time informatie vergemakkelijken en zodoende snelheid en het belang van onmiddellijke reactie trachten in te burgeren bij de beleggers.

Barber en Odean (2001) vermelden ook dat, een tiental jaar geleden, een belegger die op een degelijke manier een investeringsbeslissing nam, één keer per dag zijn portefeuille zou nakijken in een gespecialiseerde krant. Tegenwoordig zullen beleggers hun portefeuille verscheidene keren per dag doornemen.

8.3 Bedrijfsgebonden factoren

8.3.1 Initial public offering

8.3.1.1 De reden van de onderwaardering bij een initial public offering

In het verleden werd er reeds veel onderzoek verricht met betrekking tot IPO's²⁷. De bepaling van de introductieprijs is één van de meest hachelijke taken. Een te hoge of een te lage prijs zorgt voor negatieve gevolgen. Echter zal de begeleidende bank opteren om een aandeel aan de lage kant te prijzen. Hetgeen speciaal is aan dit alles, is het feit dat beleggers een redelijk rendement behalen tussen de intekening en de eerste verhandelingsdag.

Volgens Miller (1977) schrijven enkel die beleggers in die het meest enthousiast en optimistisch tegenover de beursgang staan. Doordat deze beleggers optimistisch zijn, gaan zij zelf de hoge rendementen creëren. Een ander gevolg van het te optimistisch reageren, is het feit dat de beurskoers boven de werkelijke koers uitstijgt. Enige tijd later komen de beleggers tot beseft dat ze te optimistisch geweest zijn en zal de koers gaan dalen.

Om de onderwaardering te verklaren, wijst Shiller (1990) op het gedrag van banken die de intekening begeleiden. Zo wil de bank een grote vraag creëren. De geïnteresseerde beleggers worden beïnvloed door hetgeen de andere beleggers denken en doen. Bijgevolg kan men hier verwijzen naar het kuddegedrag²⁸ dat beleggers vertonen. Doordat de begeleidende bank dit weet, gaat zij hierop inspelen door, met behulp van de onderwaardering, de beleggers de indruk te geven dat het toekomstig beursgenoteerde aandeel in trek is bij vele investeerders.

Wat de emittenten betreft, hebben Brennan en Franks (1997) beschreven dat onderwaardering aangewend wordt om ervoor te zorgen dat de vraag het aanbod overstijgt. Hierdoor kan de begeleidende bank gedurende de toewijzing bepaalde investeerders, die voor grote hoeveelheden aandelen intekenen, schrappen. Als verklaring hiervoor kan men aanhalen dat men een zo groot mogelijke spreiding in het aandeelhouderschap wenst te bekomen.

Zoals eerder vermeld zal er eerder een lage prijs genomen worden en dit zorgt ervoor dat bij een eventuele negatieve koersevolutie beleggers minder snel ontevreden worden. Bij een te hoge prijs zou dit wel het geval zijn en de misnoegde beleggers, vooral de Amerikaanse, zouden niet aarzelen om een rechtszaak te beginnen wegens het feit dat er te weinig relevante informatie beschikbaar was. Tiniç (1988) kwam na onderzoek tot deze vaststelling.

In Europa werd er in 2000 een rechtszaak aangespannen tegen de banken die de beursintroductie van World Online begeleiden. Zo werden ABN Amro, Rothschild en Goldman Sachs vervolgd omdat de prospectus onvoldoende informatie verschafte omtrent een aandelenverkoop van voorzitter Nina Brink, drie maanden voor de initial public offering.

²⁷ Initial public offering: bedrijven die in private handen zijn worden op de beurs geïntroduceerd en verkrijgen een notering. Van dan af kunnen de aandelen verhandeld worden onder het grote publiek.

²⁸ Zie Hoofdstuk 6, punt 6.5.

8.3.1.2 *De initial public offering van Belgacom*

Vanaf 8 maart tot 19 maart 2004 liep de aanbestedingsperiode, maar wie voor 12 maart 2004 inschreef, kon rekenen op een voorkeursbehandeling.

Op 22 maart 2004 was het zover en werd Belgacom op Euronext Brussel genoteerd. De opgegeven prijsvork ging van 23 tot 26,5 euro, maar uiteindelijk is het aandeel tegen 24,5 euro naar de beurs getrokken. De kortetermijnbelegger kon altijd trachten om een zekere winst te behalen in de eerste weken, waarna het, bij daling van de aandelenkoers onder de introductieprijs, van de hand gedaan wordt en door de langetermijnbelegger aangekocht wordt.

De eerste beursdag voor Belgacom was al bij al een goede start. De slotkoers bereikte uiteindelijk 25,67 euro ofwel een stijging van 4,78 procent. Wat de vraag betreft, kan men duidelijk stellen dat er een zeer grote interesse was voor het aandeel. Zo schreven de particulieren voor 2,5 keer meer in dan het aanbod. Bij de institutionelen lag de overinschrijving op ruim drie keer het aanbod.

8.3.2 Winstaankondigingen

In dit punt wordt er dieper ingegaan op hoe beleggers reageren op de informatie die in een winstaankondiging verwerkt zit. Door middel van onderzoek naar deze reactie is tot uiting gekomen dat beleggers onderreageren op winstaankondigingen.

De studie van Bernard en Thomas (1989) kwam op basis van gegevens uit de Verenigde Staten tot stand. Aan de hand hiervan werd aangetoond dat er zich tot enkele maanden na een positieve winstaankondiging een stijging voordeed. Omgekeerd zal er zich tot enkele maanden na een negatieve winstaankondiging een daling van de koersen voordoen.

Bernard en Thomas (1989, 1990) zijn van mening dat de beweging, die zich na een positieve of negatieve winstaankondiging voordoet, een vertraagde reactie van belegger is. Dit wijst op het feit dat de aandelenkoers er niet in slaagt om de berichtgeving die gepaard gaat met de aankondiging te incorporeren.

8.3.3 Dividendaankondigingen

Uit onderzoek blijkt dat aandelenkoersen zwakker reageren op dividendaankondigingen dan op winstaankondigingen. Voorts wordt aangenomen dat dividenden en kapitaalwinsten een substituuut voor elkaar zijn wanneer er geen transactiekosten en belastingen aan te pas komen. Wanneer er wel belastingen aanwezig zijn, zouden de beleggers kapitaalwinsten moeten prefereren omdat een dividend zwaarder belast wordt. In werkelijkheid blijkt echter dat onder andere de Belgische belegger toch dividenden prefereert, hoewel men hier 25 procent roerende voorheffing op dient te betalen.

Voor deze reactie van de beleggers is er een driedelige verklaring en dit gebaseerd op de behavioural finance:

- Self-control²⁹
Self-control houdt in dat men voor zichzelf een aantal regels opstelt waaraan men zich gaat houden. Zo zal een belegger die in de toekomst een zeker vermogen wenst te bekomen, vooropstellen om zijn kapitaal niet te spenderen. Bijgevolg zal hij enkel het verkregen geld, namelijk de dividenden, spenderen (Shefrin en Statman, 1984).
- Loss-aversion³⁰
Een dividendvermindering heeft grotere gevolgen voor de aandelenkoers dan een verhoging. Kahneman en Tversky (1979) stelden ook vast dat de investeerders de neiging hebben om eventuele winsten en verliezen te bekijken ten opzichte van een bepaald referentiepunt. Zo zal dit referentiepunt op tijd en stond aangepast worden. Dit is onder meer het geval wanneer er een dividendverhoging aangekondigd wordt. Blijkt nu echter dat de komende uitkering gelijk is aan de vorige, dan zal dit als een verlies ten opzichte van het nieuwe referentiepunt beschouwd worden. Aangezien verliezen een grotere reactie van beleggerskant teweegbrengen, zal dit een groter effect hebben dan wanneer het referentiepunt ongewijzigd bleef.
- Regret avoidance³¹
De belegger wenst iets aan te kopen en kan dit op twee manieren financieren, namelijk met de verkregen dividenden ofwel door het verkopen van een aandeel. Na de aankoop van het goed stijgt de koers van het verkochte aandeel. Wanneer het dividend en de opbrengst uit de verkoop van het aandeel als goede substituten aanzien konden worden, zou de belegger in beide gevallen evenveel spijt hebben. Kahneman en Tversky (1982) tonen aan dat het merendeel van de investeerders spijt heeft na het verkopen van het aandeel. Hieruit kan men besluiten dat dividenden en kapitaalwinsten geen perfecte substituten zijn.

De dividendbepaling gebeurt door het management van de onderneming. Aangezien de beleggers reageren op een dividendaankondiging, zal het management hier rekening mee houden. Dit aspect wordt in Hoofdstuk 9, punt 9.2 behandeld.

8.3.4 Stocksplits

Bij een stocksplits wordt de nominale waarde van een aandeel gedeeld door een bepaald getal. Hierdoor gaat er een lagere aandelenkoers ontstaan en zal het aandeel door een uitgebreider publiek gekocht kunnen worden. Het enige dat zal veranderen, is het aantal aandelen in omloop, maar het kapitaal aan aandelen wordt niet verhoogd of verlaagd. Beleggers krijgen, afhankelijk van de splitfactor, een veelvoud van de oude aandelen in nieuwe aandelen.

Stocksplits worden uitgevoerd door ondernemingen die in het recente verleden een stijging in zowel winsten als aandelenkoersen gekend hebben. Het gevolg van een stocksplits is een lagere aandelenkoers. Hierdoor zal het aandeel vlotter verhandelbaar worden.

*“Managers report that the main motive for issuing stock splits is to move the stock price into a better trading range.”
(BAKER, PHILLIPS, POWEL, 1995, p. 24)*

²⁹ Zie eveneens Hoofdstuk 6, punt 6.3.2.2 D.

³⁰ Zie eveneens Hoofdstuk 6, punt 6.3.2.

³¹ Zie eveneens Hoofdstuk 6, punt 6.3.2.2 C.

Aangezien er een ongelijkheid bestaat tussen de informatie van beleggers en die van het management, zal er zich een signalling-effect, anders gezegd een informatiever spreiding, voordoen. Bijgevolg zal er hierop een reactie van de aandelenkoers volgen.

Lakonishok (1987) toonde aan dat er wel degelijk een signalling-element aanwezig is bij een stocksplijt. Volgens de studie was er een abnormale toename van de koers na een stocksplijtaankondiging. Hieruit kan men concluderen dat er zich overreactie voordoet.

Men kan drie redenen aanhalen om aan te tonen dat een stocksplijt nog andere effecten heeft buiten het boekhoudkundig effect, namelijk:

- Het uitvoeren van een stocksplijt zorgt voor een verandering in de liquiditeit. Het gevolg van een stocksplijt is, zoals eerder al vermeld werd, de aandelenkoers lager wordt. Hierdoor is het aandeel bereikbaar voor een breder beleggerspubliek.
- Een onderneming ziet niets liever dan dat de aandelenkoers stijgt. Daardoor kan men stellen dat aandelensplitsing enkel gebeurt wanneer er positieve vooruitzichten zijn. Zodoende kan men een splitsing beschouwen als een vertrouwen, vanuit het management, in een koersstijging.
- Door het uitvoeren van een aandelensplitsing wordt het aandeel terug in de schijnwerpers geplaatst.

8.4 Beursgoeroes

8.4.1 Alan Greenspan

Alan Greenspan is de voorzitter van de Federal Reserve. Wanneer deze man spreekt, luistert de hele wereld aandachtig mee. Zo hielden de Amerikaanse beleggers zich in de weken voor woensdag 11 februari 2004 rustig. Dit alles in aanloop naar een belangrijke speech in verband met het wijzigen van de rente.

De hoogte van de rente is een belangrijke factor voor de economie omdat het de consumptie, de investeringen en het vertrouwen in de toekomst beïnvloedt. Wanneer bijvoorbeeld de rente hoog staat, zal een onderneming minder snel geneigd zijn om te investeren. Daarnaast is de rente ook van belang voor de aandelenmarkten. Als de rente op de monetaire markt stijgt, zullen obligaties aantrekkelijker worden en zal de belegger aandelen links laten liggen. Omgekeerd geldt, dat wanneer de rente op de monetaire markt daalt, obligaties minder in trek zijn en men voor aandelen zal opteren.

In het kader van de woorden van Greenspan kan men spreken van een self-fulfilling prophecy. De gedachte hierbij is dat hoe meer er over de waarschijnlijkheid van een recessie of opleving gepraat wordt, des te groter de kans is dat de economische neergang of opleving daadwerkelijk een vervolg krijgt.

In dit geval kan een positieve stemming op de markt op zichzelf al aanleiding geven tot een, al dan niet kortstondige, forse koersstijging. In omgekeerde zin kan ook, met andere woorden dat wanneer men alom verkondigt dat de markt verslechtert, gaat er zich een daling voordoen op de markt.

In het jaar 2000 deed Alan Greenspan een merkwaardige uitspraak waardoor de Nasdaq met maar liefst 10,5 procent steeg. Op de onderstaande grafieken is het effect van de toespraak van Greenspan duidelijk te merken. De grafiek hieronder dateert van 4 december 2000 en geeft de koers weer voor de toespraak.



Grafiek 65.1 De koers van de Nasdaq voor de toespraak van Alan Greenspan

De grafiek die zich hieronder bevindt, dateert van 5/12/2000. Hierop is duidelijk te zien aan de hand van de eindnotering “the close” dat de beurskoers wel degelijk met 10,5 procent gestegen is ten opzichte van de dag ervoor, van 2.615,75 naar 2889,8 punten. Dit alles door de woorden van Greenspan.



Grafiek 65.2 De koers van de Nasdaq na de toespraak van Alan Greenspan

Het desbetreffende artikel is terug te vinden in Bijlage 3.

Verder heeft men eens de proef op de som genomen en gekeken naar de reactie van de beurs op het wegvallen van Alan Greenspan. Op woensdag 31 maart 2004 lanceerde men het gerucht dat Alan Greenspan een hartaanval had gekregen. Hierop volgde onmiddellijk een reactie van de financiële markten. Zo moest de Dow Jones op enkele minuten tijd 0,5 procent

prijsgaven, terwijl de Nasdaq 0,85 procent omlaag ging. Snel hierna werd de situatie rechtgezet door te melden dat Greenspan geen hartaanval gehad had en zodoende herleefde Wall Street opnieuw.

De conclusie die men hieruit kan trekken, is het feit dat Alan Greenspan wel degelijk een invloed uitoefent op het financiële gebeuren.

8.4.2 Warren Buffet

8.4.2.1 *Het Orakel van Omaha*

Warren Buffet werd dankzij de beurs één van de rijkere der aarde. Aangezien Buffet maar sporadisch spreekt of schrijft, volgen de beleggers nauwgezet zijn woorden. Zo heeft Warren Buffet een aparte kijk op de financiële markten en gebruikt voor de aankoop van aandelen een eigen strategie. Hierbij kijkt hij of het om ondergewaardeerde aandelen gaat. Indien ja, dan neemt hij deze op in zijn portefeuille. Warren Buffet wordt door zijn behaalde successen door menig belegger aanzien als een groot voorbeeld, een goeroe.

Dit blijkt in het eerste weekend van mei, welk tevens het drukste weekend in Omaha, Nebraska, is. Tijdens dit weekend vindt de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van Berkshire Hathaway plaats. Ter ere hiervan komen beleggers uit de hele wereld naar Omaha om het ‘Orakel van Omaha’, beter bekend als Warren Buffet, te horen spreken. Dit evenement lokte dit jaar een 19.500 aandeelhouders en werd door de Daily Telegraph als één van de vreemdste rituelen op de financiële kalender bestempeld.

8.4.4.2 *Het beleggingsfonds Focus Trust*

Op 17 april 1995 richtte Robert Hagstrom, een grote fan van beurslegende Warren Buffet, een beleggingsfonds op dat in aandelen investeert op basis van de principes van de beursgoeroe zelf.

De strategie van dit beleggingsfonds is gebaseerd op twee regels. Ten eerste werd er naar ondergewaardeerde aandelen met een lange-termijnpotentieel gezocht. Deze worden gekocht en bijgehouden. Ten tweede werd er niet veel gediversifieerd in de portefeuille. De portefeuille van Focus Trust bestaat uit maximum 12 à 15 verschillende aandelen.

Vandaag de dag is het beleggingsfonds gekend als Growth Trust en hiervan is in Bijlage 4 een overzicht te vinden.

8.5 Terreur

De recente terreuraanslagen in de Spaanse hoofdstad Madrid op 11 maart laatstleden zorgden voor een paniecreactie van de beleggers op de Europese beurzen. Vanaf de opening gingen de beurskoersen in dalende lijn. Zo kregen de beurzen kort voor de middag een extra tik. Dit was het gevolg van het bekendmaken van het feit dat er waarschijnlijk moslimextremisten achter de aanslagen zaten.

Wall Street reageerde pas echt wanneer bleek dat Al Qaeda de oorzaak van alle onheil was. Hierdoor kreeg het reeds wankele marktsentiment een extra duw en neigde naar de pessimistische kant. In de onderstaande tabel is een overzicht van de koersdaling op de Europese beurzen weergegeven.

Daling beursindexen (in %)			
Index	11-3	Sinds hoogtepunt 2004	
Bel20	-2,96	-4,51	8-3
Eurostoxx50	-3,03	-4,28	8-3
AEX	-2,95	-5,70	19-2
CAC40	-2,97	-3,67	2-3
DAX	-3,46	-5,94	23-1
FT100	-2,20	-2,50	4-3
Dow Jones	-1,64	-5,67	11-2
Nasdaq	-1,03	-9,75	26-1

Tabel 67.1 Daling beursindexen na de aanslagen in Madrid

Bij het bekijken van de achteruitgang op 11 maart, welke een samengaan was tussen het wijzigen van het marktsegment en bijkomende factoren, zoals onder andere onzekerheid naar de toekomst toe, kan men besluiten dat een terreuraanslag een zekere invloed heeft op het marktsentiment.

In de kolom '11-3' ziet men de daling van de desbetreffende beurs op die dag. Terwijl in de volgende kolom de totale daling wordt weergegeven en dit sinds het laatste hoogtepunt van de vermelde beurs. Bijgevolg is een groot deel van de achteruitgang te wijten aan de voorgevallen aanslagen.

Na de aanslagen werden op de beurzen vooral de aan het toerisme verbonden aandelen van de hand gedaan. Meer bepaald ging het hier om aandelen van toerisme- en luchtvaartmaatschappijen. Zo moest British Airways 7,9 procent prijsgeven, terwijl Lufthansa een daling kende van 4,7 procent.

De terugval van de toerisme-aandelen was geen alleenstaand feit. Na de aanslagen in de Verenigde Staten van 11 september 2001 viel de luchtvaart ook stil, wat eveneens het geval was ten tijde van de Sars-epidemie in Azië.

Het belangrijkste effect van terreur op het beurswezen is dat de angst zich in de gedachten van de investeerders gaat settelen, waardoor er zich een beïnvloeding op korte termijn voordoet. Hierdoor zullen aankopen en investeringen uitgesteld worden tot er zich betere tijden voordoen, met andere woorden tot het luwen van de angst. In het slechtste geval worden deze zelfs afgeblazen.

Hoofdstuk 9: Managementbeslissingen ten gevolge van beleggerssentiment

In de vorige hoofdstukken werd besproken welke elementen of gebeurtenissen een invloed uitoefenen op het gedrag van de beleggers. Beleggers reageren op specifieke voorvallen en informatie. Aan dit alles zijn ook gevolgen verbonden. Zo zullen managers trachten te achterhalen hoe de beleggers zullen reageren op de mededelingen die zij doen of op de beslissingen die ze nemen.

9.1 Aandelenemissie en –terugkoop

9.1.1 De handelingen bij over- en onderwaardering van aandelen

De overmoed van de belegger heeft eveneens gevolgen voor de aandelenpolitiek die managers voeren. Door de overmoed zullen aandelen over- of ondergewaardeerd worden. Zo zullen bedrijven nieuwe aandelen emitteren wanneer zij van mening zijn dat deze overgewaardeerd zijn. Deze overwaardering wordt gemeten aan de hand van recente stijging van de aandelenkoers van de onderneming, sectoren...

Aan de andere kant gaan bedrijven aandelen terugkopen wanneer er zich grote koersdalingen voordoen. Men kan dus stellen dat op dat ogenblik de aandelen ondergewaardeerd zijn.

De mogelijke motivaties van bedrijven om hun aandelen terug in te kopen zijn talrijk: aanpassing van de kapitaalstructuur, verdediging tegen overname, informatie-signalling...

9.1.2 De terugkoop van aandelen bij de Koninklijke Olie/Shell

Op vrijdag 30 april 2004 werd bekend gemaakt dat de Nederlands-Britse fusiegroep Koninklijke Olie/Shell, dit jaar voor 2 miljard dollar eigen aandelen gaat inkopen.

Door over te gaan tot de inkoop van eigen aandelen wil de Koninklijke Olie/Shell Groep het vertrouwen van de investeerders terugwinnen. Dit is nodig omdat het bedrijf één vijfde van de bewezen olie- en gasreserves heeft afgeboekt. Na de inkoop worden de aandelen vernietigd. Bijgevolg zullen de aandelen, die zich dan nog in handen van de beleggers bevinden, in waarde stijgen.

Eén van de redenen die aangehaald kan worden voor de terugkoop van de aandelen, is het feit dat de Koninklijke Olie/Shell een deel van de verkregen opbrengsten verloren zag gaan door een lagere productie. Zo produceerde de Koninklijke Olie/Shell 3 procent minder olie en 4 procent minder gas. Verder zullen de kapitaaluitgaven dit jaar stijgen tot 14,5 à 15 miljard dollar waar dit in het voorgaande jaar 13 miljard dollar bedroeg.

9.2 Dividendpolitiek

Dividenden worden door de bedrijven gebruikt om een signaal naar de buitenwereld toe te geven omtrent hun winsten. Het signaal geven en bekijken hoe de reactie van de beleggers

kan zijn, mag echter niet verwaarloosd worden. Bijgevolg is het voor het management handig om inzicht te hebben in de reacties van de beleggers, zowel bij verhoging als bij verlaging van het dividend. Om dit inzicht te verwerven, kan men zich baseren op de behavioural finance.

Het management dient ervoor te zorgen dat de dividendpolitiek stabiel gehouden wordt, dit wel rekening houdend met de mogelijke reacties van de beleggers op veranderingen. Zo gaan beleggers meestal hun verkregen winsten gebruiken voor consumptie. Dit spruit voort uit de self-control³². Wanneer een onderneming beslist om een dividendverandering door te voeren en zodoende een kleiner dividend uit te keren, kan dit gevolgen hebben qua aandeelhouderschap. Aandeelhouders kunnen dan overwegen om een aandeel in portefeuille te nemen dat beter aan hun consumptiebehoeften kan voldoen.

Stelt men vast dat beleggers eventueel kunnen overreageren op een dividendwijziging, dient men voorzichtig te zijn met het doorvoeren van een dividendverlaging. Kahneman en Tversky (1979) tonen aan dat het verlagen van een dividend een grotere impact heeft op de beurskoers dan wanneer men een evenredige dividendverhoging doorvoert.

Een andere factor die bij de dividendpolitiek van belang is, is het gevolg van het overmoedig zijn van de beleggers. Hierbij wordt gesteld dat wanneer een onderneming ondergewaardeerd wordt door de markt, de desbetreffende onderneming minder snel geneigd zal zijn om over te gaan tot een dividendumkering. Het management zal eerder de voorkeur geven aan het inkopen van eigen aandelen, wat reeds in het vorige punt besproken werd.

9.3 Rapportering van winsten

In Hoofdstuk 8, punt 8.3.2 werd aangetoond dat beleggers onderreageren op winstaankondigingen. In dit punt wordt er nagegaan of het management rekening houdt met het tijdstip waarop ze winsten rapporteren.

Naar aanleiding van de belangrijkheid van het tijdstip van winstaankondigingen deden Chen en Johan (1994) een enquête bij het management van ondernemingen. Als resultaat kwam naar voor dat de helft van de ondernemingen een winstaankondiging doet op een vastgelegd tijdstip. De bedrijven die het tijdstip van bekendmaking laten variëren, zeggen dat het tijdstip afhangt van het winstniveau. Zo zal het tijdstip, bij een lagere winst dan verwacht, sneller wijzigen dan bij een hogere winst dan eerst verwacht werd.

Volgens de efficiënte markthypothese zouden aandelenkoersen niet beïnvloedt worden door het tijdstip van bekendmaking. Proefondervindelijk onderzoek van onder andere Chen en Johan (1994) heeft uitgewezen dat goed nieuws sneller openbaar gemaakt wordt dan slecht nieuws.

De studie van Kalay en Loewenstein (1985) ligt in dezelfde lijn als het onderzoek van Chen en Johan (1994). Kalay en Loewenstein (1985) concluderen eveneens dat de markt verwacht dat slecht nieuws later wordt meegedeeld.

Hieruit blijkt dat het management van een onderneming rekening houdt met het tijdstip waarop winsten worden aangekondigd.

³² Zie eveneens Hoofdstuk 6, punt 6.3.2.2 D.

DEEL II

In het brein van de Lernout & Hauspie-beleggers



Figuur 70.1 Logo van Lernout & Hauspie

Inleiding

In het eerste deel werd er dieper ingegaan op de theorie die de psychologische invloed op de beurs verklaart. Dit deel toetst het theoretische aan de werkelijkheid. Hierbij kan men denken aan de hype van de technologie-aandelen.

Lernout & Hauspie, opgericht in 1987, is in deze hype één van de belangrijkste spilfiguren geweest. Het toenmalige bedrijf van eigen bodem dat gespecialiseerd was in software voor spraakherkenning. Dit bedrijf werd als symbool voor succes gebruikt. In 1993 werd er een omzet van amper 520.576,40 euro gerealiseerd, maar vanaf dat ogenblik steeg de omzet met rasse schreden. Verder kreeg het als eerste Belgische bedrijf een beursnotering op de Nasdaq in 1995. Eén jaar later werden Jo Lernout en Pol Hauspie verkozen tot managers van het jaar. Ondertussen regende het overnames en werd Lernout & Hauspie het vlaggenschip van de Flanders Language Valley te Ieper. Deze euforie bleef zich handhaven tot de zomer van 2000. Vanaf dan begonnen de problemen voor Lernout & Hauspie de kop op te steken. Het bedrijf werd één van de opvallendste slachtoffers van de toenmalige zeepbel-economie. De aandelen verloren op nauwelijks een half jaar tijd meer dan 90 procent van hun waarde. De koers kelderde en dit van 72 naar 3 dollar.

Niet echt veel mensen hadden weet van de gebeurtenissen achter de schermen van het bedrijf. Echter zal men wel de wilde verhalen kennen van de Lernout & Hauspie-aandeelhouders, namelijk beleggers die in de glorieperiode hun geïnvesteerd kapitaal op korte termijn enorm zagen toenemen. Anderen hadden hun aandelen te lang in portefeuille gehouden of op het verkeerde tijdstip gekocht. Dit met alle gevolgen van dien.

Zonder het inzicht in de psyche van deze beleggers, is het onmogelijk te begrijpen waarom sommige onder hen, de gedupeerden, een som geld geleend hadden bij vrienden, familie... of zelfs hun huis verkocht hebben om toch maar Lernout & Hauspie-aandelen te kunnen kopen.

Aanpak

De werkwijze die gehanteerd werd om een duidelijk beeld te vormen van wat er zich juist afgespeeld heeft in de psyche van de beleggers in Lernout & Hauspie-aandelen, verliep als volgt:

3. Via het Lernout & Hauspie-dossier in De Standaard en de Gazet van Antwerpen werden krantenartikels verzameld om zo de feiten weer te geven.
4. Vervolgens werden reacties gezocht van Lernout & Hauspie-beleggers op het internetforum.
5. Nadien wordt het theoretische met de werkelijkheid getoetst.
6. Als laatste werd een grafiek, waar mogelijk, toegevoegd om een beeld te geven van de koersevolutie.

Het vermelden van beleggerscommentaren kan pas starten vanaf 16 februari 2000, aangezien er geen enkel forum verder terugging in de tijd.

Als rode draad doorheen heel het Lernout & Hauspiegebeuren, worden de commentaren van belegger ‘anoniempje’ gebruikt. Dit in samengaan met de commentaren van andere beleggers. Door gebruik te maken van beleggerscommentaren is het mogelijk om de emotionele evolutie weer te geven.

Wat de gebeurtenissen voor 16 februari 2000 betreft, werden enkel de gebeurtenis, het psychologische aspect en een bijhorende grafiek gebruikt.

Case-studie

1 december 1995: Lernout & Hauspie kreeg een notering op de Nasdaq

Feiten

Op 11 oktober 1995 diende Lernout & Hauspie een introductieprospectus in bij de Amerikaanse beursautoriteit. Deze aanvraag werd gevolgd door het houden van een roadshow. De bedoeling hiervan was het meten van het al dan niet bestaan van belangstelling voor de aandelen.

Ondanks de onzekerheid van het bestaan van de belangstelling werd er toch al een prijsvork tussen 5,25 en 6,25 dollar vastgesteld. Deze prijsvork lag lager dan normaal verwacht werd, maar Lernout & Hauspie wensten toch door te gaan.

Vanaf dan kwam het op de overtuigingskracht van de oprichters aan. Met tastbare resultaten zwaaien, konden ze nog niet omdat Lernout & Hauspie sinds de oprichting in 1987 nog geen winst gemaakt had.

Het enige dat de oprichters konden aanhalen, was het feit dat het bedrijf voor een doorbraak stond. Deze doorbraak kon verwezenlijkt worden door middel van spraaktechnologie, namelijk de communicatie tussen mens en computer en omgekeerd.

De uiteindelijke beursnotering op de Nasdaq was een succes. Na de notering steeg het aandeel onmiddellijk van 11 naar 16 dollar.

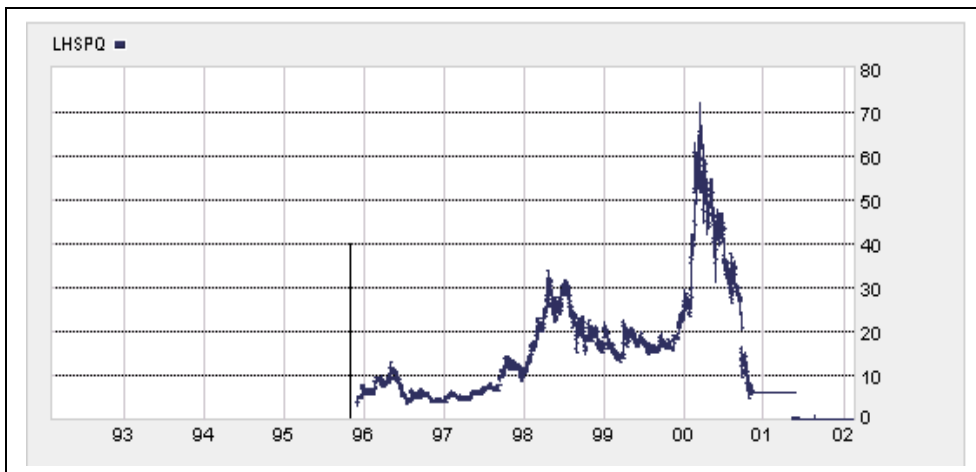
Psychologisch aspect

Bij het bekijken van bovenstaande feiten kan men concluderen dat de gebeurtenissen, die aan de beursgang vooraf gingen, een basis waren tot een eventuele zeepbelvorming op de beurs. Het op de markt brengen van revolutionaire producten, in een toenmalige groeiende telecomhype, begon de beleggers warm te maken om te beleggen in de aandelen.

Door de doorbraak met een nieuwe technologie, kon het wel eens zijn dat er hier een bedrijf van wereldklasse in de steigers stond. Stilletjes aan begonnen de beleggers te beseffen dat er hier wel eens wat geld aan kon verdiend worden.

Zo ging de sneeuwbal aan het rollen...

Grafiek



Grafiek 74.1 Beursnotering van Lernout & Hauspie

11 september 1997: softwaregigant Microsoft nam een belang van 8%

Feiten

Microsoft, het grootste softwarebedrijf ter wereld, kocht voor 45 miljoen dollar aandelen in Lernhout & Hauspie. Door dit akkoord ging de poort naar de wereldwijde markt open. Volgens medestichter Pol Hauspie was dit de definitieve doorbraak.

Verder werd er ook een intentie ondertekend om in Ieper een onderneming op te richten voor het verzamelen en het analyseren van taalgegevens.

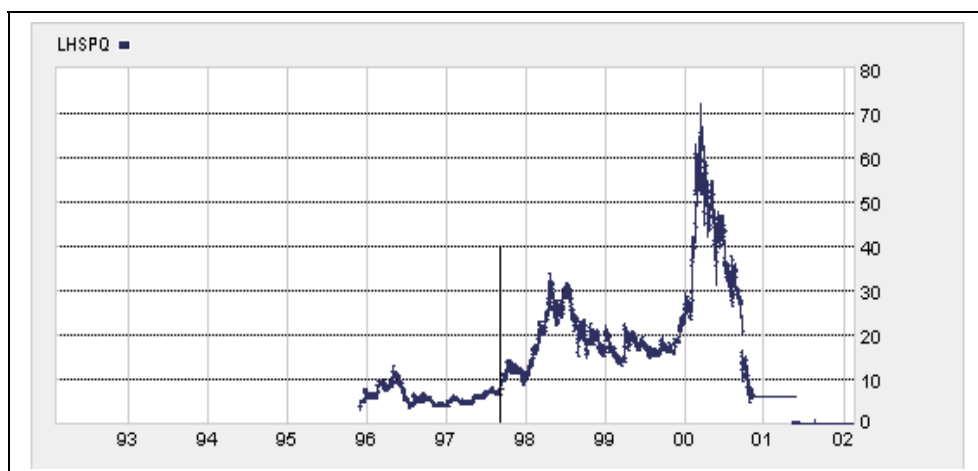
Het gevolg van deze participatie was dat de beurskoers 7 procent steeg.

Psychologisch aspect

Op dit ogenblik speelde de positieve informatie een belangrijke rol voor de stijging van het aandeel. Dit positieve nieuws was van vrij krachtige origine, namelijk het feit dat Microsoft een participatie nam in het toen nog vrij onbekende Lernout & Hauspie. Het feit dat een bestendige waarde in de informaticawereld zijn medewerking verleende aan Lernout & Hauspie was toch al een teken dat er een goed bedrijf in de maak was.

Door de toenemende media-aandacht werden de spotlights steevast op Lernout & Hauspie gericht. Hierdoor was het voor de Belgische belegger gemakkelijk om de onderneming op de voet te volgen. Het element dat hier begon te spelen was het home bias-effect, namelijk dat er veel Belgen, waarvan het merendeel West-Vlamingen, aandelen van Lernout & Hauspie gingen kopen.

Grafiek



Grafiek 75.1 Beurskoers op het ogenblik van de belangneming

11 november 1999: kroonprins Filip opende de Flanders Language Valley

Feiten

Wat de beurskoersen betreft, zal deze gebeurtenis niet echt veel invloed gehad hebben, aangezien enkel de Belgische aandeelhouders hier weet van hadden. Anderzijds was deze datum een belangrijk punt in de evolutie van het Lernout & Hauspie-aandeel. De bezoeken van de kroonprins en toenmalige vooraanstaande politieke figuren, zoals federaal premier Guy Verhofstadt en Vlaams minister-president Patrick Dewael. Gewezen premier Jean-Luc Dehaene zat, als voorzitter van S.A.I.L-Trust, de vereniging zonder winstoogmerk achter Flanders Language Valley, aan de zijde van Jo Lernout en Pol Hauspie. Verder zou ook Bill Gates in de toekomst zijn opwachting maken op de Flanders Language Valley.

Psychologisch aspect

Dit alles, samen met de enorme mediabelangstelling, heeft ervoor gezorgd dat een aantal beleggers ineens blind gingen geloven in het Lernout & Hauspie-aandeel. Ah ja, Lernout & Hauspie moest toch wel goed zijn, want waarom zou anders Bill Gates naar Ieper komen?

16 februari 2000: het eerste negatieve artikel in The Wall Street Journal door het opfleuren van cijfers. “Uw rekenmachientje is kapot”, antwoorde Bastiaens

Feiten

Lernout & Hauspie werd voor het eerst in een negatief daglicht gesteld door The Wall Street Journal. De vierde kwartaalcijfers van 1999 zouden volgens een analist van Lehman Brothers opgesmukt zijn.

Het korte reageren van Gaston Bastiaens werd niet als negatief ervaren omdat het geen effect zou hebben. Lernout & Hauspie stond bij de beleggers gekend als de ultieme leider in zijn domein en de markt zou het eens zijn met het management.

Het probleem werd in de schoenen van de short-sellers geschoven omdat zij het niet echt begrepen zouden hebben op Lernout & Hauspie.

Beleggerscommentaren

Door **Thomas** op **Woensdag, 16 Februari 2000 - 17:06:**

Zeker geen l&h verkopen onder de 100 usd. Aandelensplitsing (2 voor 1) zal nog een goede zaak zijn. De producten (bv realspeak) beginnen meer en meer gecommmercialiseerd te worden. We konden dit nog zien op Canvas 15/02 tijdens het programma trendspotting.

Door **fastam** op **Vrijdag, 18 Februari 2000 - 19:54:**

Vandaag de 90\$ geraakt, niet zo ver meer van de 100 waar jullie aan twijfelen. Hebben jullie de verhandelde volumes bemerkt?

Door **pw** op **Zondag, 20 Februari 2000 - 14:33:**

Is het nog verstandig om L&H-aandelen te kopen??

Door **Thomas** op **Zondag, 20 Februari 2000 - 14:44:**

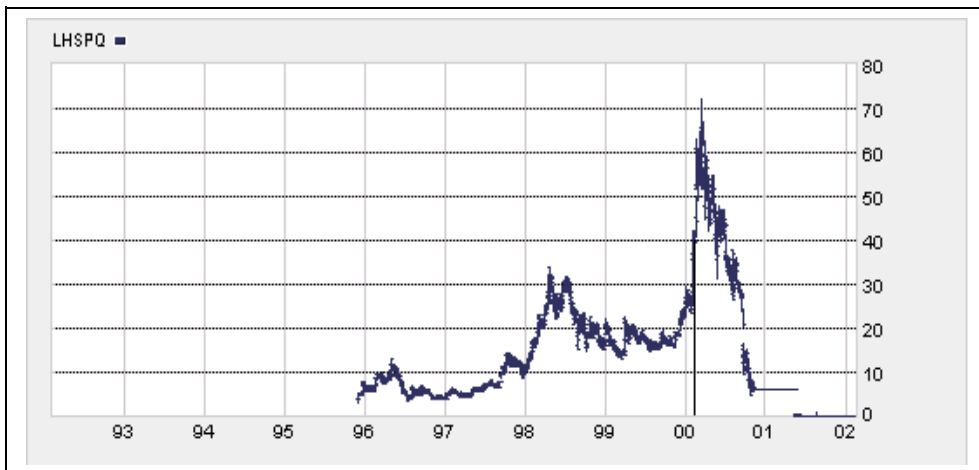
Is zeker de moeite rond 80 usd. Boekhoudproblemen van de baan. Shorters zullen het aandeel wel een tijdje met rust laten. Commercialisering van producten loopt beter en beter. Er worden ook meer en meer belangrijke samenwerkingscontracten afgesloten (recent Lucent Techn).

Psychologisch aspect

Hier werden al kleine sporen gevonden van geknoei met de boekhouding, een factor die steevast aanwezig is bij een beurszeepbel. De mate waarin was echter nog te klein om duidelijk over te komen. Dit was in beperkte omvang een eerste vorm van negatieve informatie.

Doch werd er nog steeds positief door de beleggers geredeneerd, aangezien men trager op negatieve informatie reageert. Men gaat er een afwachtende houding tegenover aannemen en eerder kijken naar de eventueel nog aanwezige positieve berichten, zoals in dit geval de toenmalige overnames waar Lernout & Hauspie aan werkte.

Grafiek



Grafiek 78.1 Hoogte van de beurskoers bij het verschijnen van het eerste negatieve artikel

7 maart 2000: Lernout & Hauspie kondigde ultieme overname aan en kocht Dictaphone

Feiten

Door de overname van Dictaphone werd de omvang van Lernout & Hauspie verdubbeld. Zo was Dictaphone marktleider in de Verenigde Staten op het vlak van dicteerapparatuur, telefonische registratie en verwerking van medische gegevens.

Door de overname van Dictaphone kon Lernout & Hauspie een aandeel van 60 procent in de markt van gezondheidsinstellingen verwerven. Volgens Bastiaens was de bundeling van de technologie van Lernout en Hauspie en de dicteerapparatuur, die in de instellingen aanwezig was, een grote sprong vooruit.

Beleggerscommentaren

Door **Anoniem** op **Vrijdag, 3 Maart 2000 - 09:52:**

Met lhsp zit je voor jaren goed!!

Na de sterke stijging van de laatste maand, is er even een adempauze.

Wacht gerust de tijd af en je mag er zeker van zijn, het worden nog heel mooie tijden!!!

Door **dirk s** op **Zaterdag, 4 Maart 2000 - 00:28:**

L&H is momenteel wereldmarktleider inzake spraaktechnologie. Indien deze voorsprong kan worden behouden, kan L&H Microsoft allures krijgen (bv. x 100 op 10 jaar tijd) is zeer goed mogelijk.

Door **groentje** op **Woensdag, 8 Maart 2000 - 20:35:**

Ik heb nog Lernout & Hauspie aangekocht aan 120 USD.

Domme zet of niet ??

Wat zijn de verwachtingen met de splitsing en/of opname in de Bel 20??

Door **azert** op **Donderdag, 9 Maart 2000 - 21:55:**

Zeker geen domme zet.

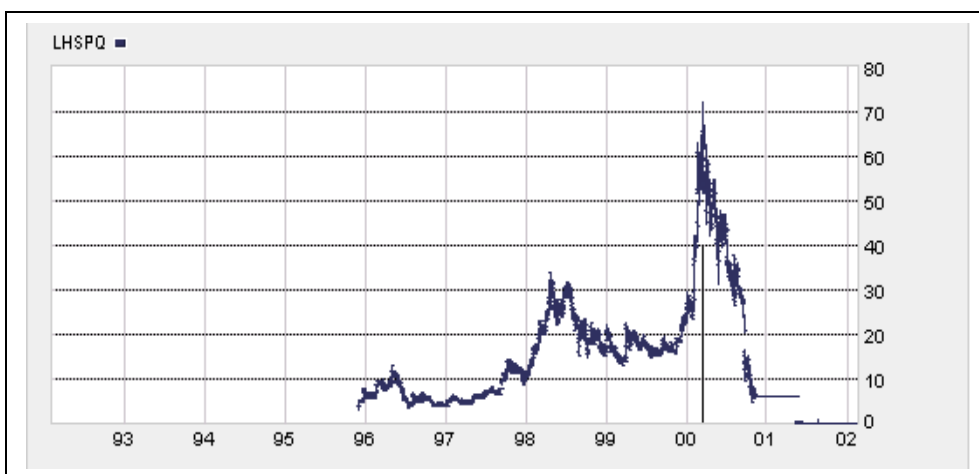
LHSP zal zorgen voor je pensioen.

Splitsing of opname zal zeer waarschijnlijk een nieuwe stijgingsimpuls geven. Houden dat je handen kraken!

Psychologisch aspect

Deze bekendmaking van de ultieme overname was voor veel beleggers een teken dat hun overreactie versterkte, waardoor het nog langer duurde vooraleer de koers terug naar de normale waarde terugkeerde. Vanaf dit ogenblik werd beleggen in Lernout & Hauspie aanzien als een middel om een goede toekomst qua geld te bekomen. In een bui van totale euforie begon men te dromen van een pensioen op basis van Lernout & Hauspie-aandelen. Voor velen was de onderneming een tweede Microsoft in wording. Uit de beleggerscommentaren blijkt ook dat men meer en meer op basis van 'noise' dan op basis van echte informatie handelde. Verder kon men nog steeds spreken van een aanwezige kuddegeest en home bias-effect.

Grafiek



Grafiek 80.1 Waarde van het aandeel op het ogenblik van de ultieme overname

14 maart 2000: Op de technologiebeurs Nasdaq bereikte Lernout & Hauspie zijn hoogste koers

Feiten

Op deze dag bereikte het aandeel van Lernout & Hauspie de hoogste koers, namelijk een waarde van 72 dollar.

Beleggerscommentaren

Door **loyus** op **Dinsdag, 14 Maart 2000 - 23:51:**

Houden.

LHSP vergeleken met msft, intel en nokia.

Als ge ziet wat die de laatste jaren gestegen zijn!!

Houden, na jaren verkopen.

Dan.....hotel kopen in

Eerst tegen je baas "saluut" zeggen.

Door **plopsa** op **Dinsdag, 21 Maart 2000 - 10:06:**

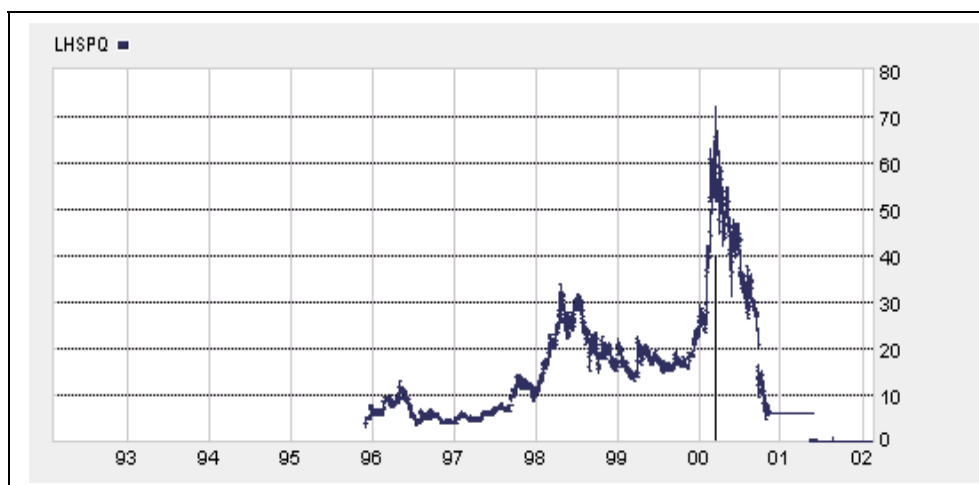
Weet iemand de verwachtingen ivm de aandeelkoers?

Wanneer zullen ze weer met het bootje vooruit varen?

Psychologisch aspect

Op dat ogenblik bereikte de euforie van de beleggers een hoogtepunt. Nog steeds zag men in Lernout & Hauspie een zeer goede toekomst. Enige tijd later, namelijk op 21 maart 2000, riep de reactie van 'plopsa' een vorm van twijfel op. Dit kon min of meer als keerpunt bekeken worden in beleggersgedrag.

Grafiek



Grafiek 81.1 De hoogste beurskoers van het Lernout & Hauspie-aandeel

28 maart 2000: Lernout & Hauspie kocht Dragon Systems, de grootste Amerikaanse spraakherkenner

Feiten

Op deze dag werd Dragon, de Amerikaanse sectorgenoot van Lernout & Hauspie, overgenomen. Hierdoor werd door Lernout & Hauspie één van de grootste concurrenten ingelijfd.

Beleggerscommentaren

Door **olijfje** op **Zaterdag, 1 April 2000 - 12:45:**

Na de twee belangrijke overnames in de VS, blijft de koers van L&H wat hangen. Zou het niet beter zijn om te verkopen. Zal waarschijnlijk nog lang duren vooraleer het aandeel opnieuw sterk zal stijgen.

Door **willy** op **Maandag, 29 Mei 2000 - 20:41:**

Hallo,

Wat doe ik met Lernout en Hauspie; Houden of verkopen??

Wie durft een tip te geven...

Door **Anoniem** op **Donderdag, 22 Juni 2000 - 16:24:**

Ik heb vorige week verkocht aan 46,250\$ nu heb ik er al spijt van, ik hoop ze terug te kopen aan 41\$ zou dit nog haalbaar zijn of is dit te hoog gegrepen? Graag antwoord!!

Door **fien** op **Donderdag, 6 Juli 2000 - 19:48:**

Wat met Lernout & Hauspie? Is de daling een koopmoment of moeten we nog wachten?

Door **Anoniem** op **Zaterdag, 8 Juli 2000 - 16:19:**

Kopen,Kopen,Kopen,Kopen,Kopen,Kopen,Kopen,Kopen

Door **Geert** op **Vrijdag, 14 Juli 2000 - 19:04:**

Anoniem, op wat baseer je je? De omzetcijfers voor het eerste halfjaar vielen toch tegen!

Door **Anoniem** op **Maandag, 17 Juli 2000 - 10:24:**

Als de omzet tegenviel wil dit zeggen dat het bedrijf deze omzet gaat corrigeren met gevolg dat zij een kleine reorganisatie zullen moeten doorvoeren, waarna het aandeel terug zal stijgen.

Door **Fauskeu** op **Woensdag, 26 Juli 2000 - 01:38:**

Sorry,

Na de laatste berichten hier gelezen te hebben hou ik het voor bekeken.

DHR.Anoniem wil dat wij kopen , waarom ???

Omdat hij zelf L&H heeft , waar hij momenteel zwaar verlies op heeft :)

Dit terzijde L&H is een bom waarvan de lont nog moet aangestoken worden.

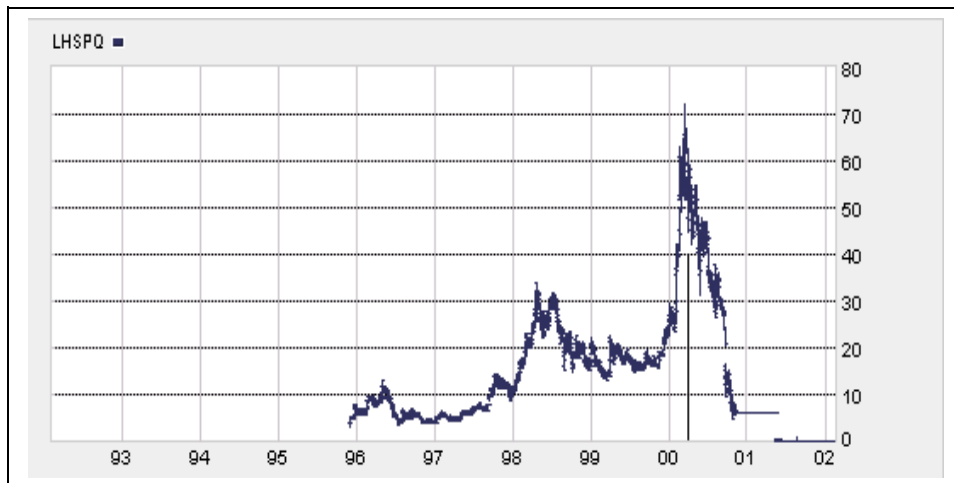
Laat L&H rustig uitbodemen, dan pas kopen.

Tot een van de volgende nachten :)

Psychologisch aspect

Ondanks de overname van Dragon begon er toch een kentering te komen in het beleggersgedrag. Zo begonnen meer en meer investeerders vragen te stellen bij het trage koersverloop. Vanaf dit ogenblik begon de kuddegeest langzaam te veranderen. Bepaalde beleggers geloofden nog steeds in de toekomstige meerwaarde die Lernout & Hauspie zou creëren, terwijl een kleine minderheid besloot om het zekere voor het onzekere te nemen. Zoals gebleken is uit de commentaar van belegger 'Fauskeu'. In dit geval ziet men ook duidelijk dat mensen conservatief staan ten opzichte van informatie.

Grafiek



Grafiek 83.1 Koers ten tijde van de aankoop van de grootste Amerikaanse spraakherkenner

8 augustus 2000: The Wall Street Journal trok het Koreaanse succes van Lernout & Hauspie in twijfel (fictieve omzet). Het aandeel verloor 26% van zijn waarde

Feiten

The Wall Street Journal beschuldigde in het krantenartikel Lernout & Hauspie ervan om geknoeid te hebben met contracten en klanten in Zuid-Korea. Om dit te staven, had de krant naar bepaalde klanten gebeld om te vragen of ze al dan niet klant waren bij Lernout & Hauspie. Verscheidene bedrijven vertelden dat ze geen klant waren bij Lernout & Hauspie. Hierdoor was The Wall Street Journal van mening dat het Ieperse bedrijf de beleggers zand in de ogen strooit en aan de creatie van een zeepbel bezig was.

Hierdoor daalde de beurskoers met maar liefst 26 procent. Volgens Bastiaens werden de Koreaanse klanten verkeerd geciteerd en klopten de feiten niet. Verder zou de journalist al geruime tijd Lernout & Hauspie in een slecht daglicht gesteld hebben.

Beleggerscommentaren

Door **Anoniem** op **Dinsdag, 8 Augustus 2000 - 11:37:**

De stijging van de laatste dagen mogen we wel weer vergeten als u het bericht in de TIJD (Koreaanse klantenbasis) van vandaag (8 aug) leest. Hoe lang gaat L&H nog misleidende informatie de wereld insturen, of zou het weer een zoveelste vals gerucht zijn?

Door **luc** op **Dinsdag, 8 Augustus 2000 - 17:33:**

Zullen we vandaag nog te weten komen. Doch ik ben overtuigd dat het een beregoed bedrijf is waar nog een mooie toekomst voor te wachten staat.

Door **Fien** op **Woensdag, 9 Augustus 2000 - 12:08:**

Resultaten waren beter dan verwacht! Ik denk trouwens niet dat een bedrijf als L&H het risico gaat nemen om met de omzetcijfers te gaan knoeien. Opnieuw een mooie zet van de Amerikaanse short-sellers die maar niet willen inzien dat Lernout dé leider is binnen hun sector. Jaloezie?

Door **leen** op **Woensdag, 9 Augustus 2000 - 20:29:**

Ik heb vandaag een pak gekocht aan 28 \$ het stuk. Bedankt diegene die ze voor deze prijs heeft weggegeven. Heel deze historie steunt echter maar op rumors in de WSJ waarvan geen bewijzen zijn. Binnen enkele dagen neem ik er dikke winst op.

Door **invest** op **Woensdag, 9 Augustus 2000 - 21:22:**

En kopen maar! Ik heb net ook een pakketje gekocht rond de 28\$, als de Amerikanen nu nog een beetje meewillen dan zijn we zo vertrokken hé. Maar hoe komt het dat het aandeel L&H op Easdaq 12% winst boekt en momenteel op Nasdaq met een verlies van 6%, blijft die WSJ onnozel doen of zo? Ik hoop dat ze ginderachter toch eens wakker worden.

Door **Fien** op **Woensdag, 9 Augustus 2000 - 22:05:**

Amerikanen geloven the wall street journal. Europeanen (en vooral belgen) weten dat lernout kwaliteit is. Komt zeker goed

Door **Anoniem** op **Woensdag, 9 Augustus 2000 - 22:26:**

Vanwaar die euforie???
In Amerika is het aandeel "avoid".
Te MIJDEN in't vlaams.

Door **popiejopie** op **Dinsdag, 15 Augustus 2000 - 15:35:**

Zeker weten. Kopen voordat je te laat bent.
LHSP is een beursgorilla in wording. Alle signalen wijzen daarom.

Door **fien** op **Zaterdag, 26 Augustus 2000 - 16:19:**

Het ontslag van Bastiaens heeft ongetwijfeld te maken met het gesjoemel met de Koreaanse cijfers. Misschien was er dus toch iets aan de hand. Iemand al iets gehoord van uitslag externe audit bij L&H. Ik niet. Ik weet niet meer wat er van te denken

Psychologisch aspect

De sterke terugval van de aandelenkoers werd versterkt door de reeds pessimistisch getinte markt. Zo kan men concluderen dat de beleggers overreageerden in negatieve zin omdat dit artikel een extra bewijs was om negatief ten opzichte van Lernout & Hauspie te staan. Ondanks de negatieve berichtgeving van een gereputeerde krant, bleven een aantal beleggers rotsvast overtuigd van de 'kwaliteit' die Lernout & Hauspie te bieden had.

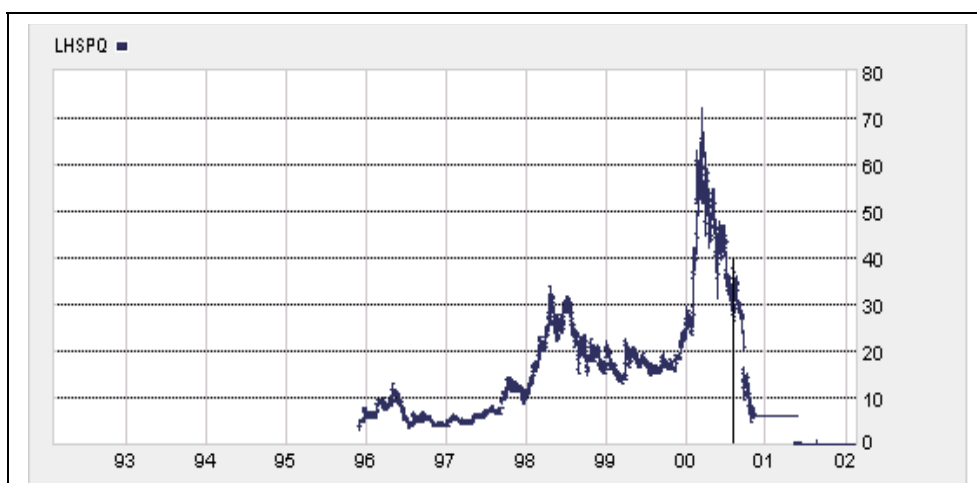
Door dit artikel werd er een negatief sentiment gecreëerd op de markt. Hierdoor zou dit een invloed uitoefenen op de beurskoers naar de toekomst toe. De kuddegeest begon meer en meer om te slaan naar pessimisme en twijfel.

Na het verschijnen van dit artikel waren er beleggers die meenden dat het enkel maar om geruchten draaide. Bijgevolg ging men echte informatie aanzien als 'noise', men ging met andere woorden de echte informatie op een verkeerde manier interpreteren. Hierbij kan verwezen worden naar de commentaar van 'leen'.

Stelselmatig begonnen er meer en meer zaken, zoals corruptie, valsheid in geschrifte... aan het licht te komen. Deze factoren komen veelvuldig voor tijdens beurszeepbellen.

Verder werd ook steeds meer media-aandacht besteed aan het hele gebeuren rond Lernout & Hauspie.

Grafiek



Grafiek 86.1 De koers op het ogenblik van het in twijfel trekken van de Koreaanse omzet

22 september 2000: The Wall Street Journal legde een occult systeem van Language Development Companies bloot

Feiten

Naar aanleiding van het artikel omtrent het geknoei in Zuid-Korea van The Wall Street Journal, startte de Amerikaanse beurswaakhond SEC³³ met een onderzoek. Hierdoor kwam het aandeel onder zware druk te staan. Het eerder verschenen artikel in The Wall Street Journal zorgde er eveneens voor dat Gaston Bastiaens als gedelegeerd bestuurder diende af te treden.

Voorts ging het aandeel verder in dalende lijn, net zoals het de voorgaande dagen al het geval was. Dit werd mede versterkt door het feit dat het Amerikaanse beurshuis SG Cowen geen verdere analyse van Lernout & Hauspie-aandeel meer wenste te doen.

Beleggerscommentaren

Door **Tom** op **Vrijdag, 22 September 2000 - 19:25:**

Ik heb net als vele waarschijnlijk altijd blijven geloven in L en H maar nu wordt het toch iets te veel hoor! Ik heb gekocht aan 30 wat zozegzegd spotgoedkoop was, nu nog maar de helft. Afwachten maar zeker op betere tijden...

Door **carl** op **Zaterdag, 23 September 2000 - 20:16:**

Kijk eens naar het VTM nieuws van vandaag (voor één maal constructief).

Analyse van de geïnterviewde was alleszins niet positief (twijfel over de toekomst van het bedrijf!!!!!!!!!!!!!!).

Waar rook is (meestal)vuur (persoonlijke noot).

Door **Mobi** op **Zondag, 24 September 2000 - 12:03:**

Nieuw artikel in The Wall Street Journal!!!
Omzet in Singapore is kunstgreep en is puur lucht.
Schande voor Vlaanderen.

Door **POLLEKEN** op **Zondag, 24 September 2000 - 22:17:**

Het begint nu toch een beetje beangstigend te worden, ik heb juist 300 st L&H bijgekocht op 17\$ op vrijdag toen daarna het bericht en de daling verscheen, ik zit nu met 500 stuks en voel me toch wel wat ongemakkelijk (zie Baan) en bang omdat deze stukken toch het grootste deel van mijn belegging vertegenwoordigen en hier al mijn spaargeld inzit, wat denken jullie van deze situatie

Door **joost** op **Zondag, 24 September 2000 - 23:56:**

Kan iemand mij het scenario vertellen mocht LHSP van de beurs (Nasdaq) geschrapt worden. Ikzelf bezit zo'n ruim 300 aandelen, de rest van mij familie zo'n 800. Het zijn spannende dagen!!

Door **philips** op **Maandag, 25 September 2000 - 09:00:**

ja mannen,t'is allemaal wat moeilijker geworden de laatste maanden, nu moet je al wat weten, volgen
en de markt juist proberen in te schatten
dit had ik nu ook niet verwacht maar mijn broek is niet gescheurd,ik heb deze luchtballon

³³ Securities and Exchange Commission.

in feb reeds verkocht.iedereen ...veel sterkte in deze dagen

Door **zinok** op **Maandag, 25 September 2000 - 20:31**:

Wat gebeurt er met de aandelen indien L&H wordt overgenomen? Wat is de waarde dan nog?

Zit, zoals vele landgenoten waarschijnlijk, met een groot vraagteken...

Hebben ze de eerlijke belegger weer eens goed liggen gehad?

Door **Fien** op **Woensdag, 27 September 2000 - 22:25**:

Vandaag gesloten op 9,75 usd op Nasdaq. Ik denk er toch een beetje te kopen (heb nog geen) met een limietje op 7 usd. Deutsche bank stelde dit trouwens als koersdoel.

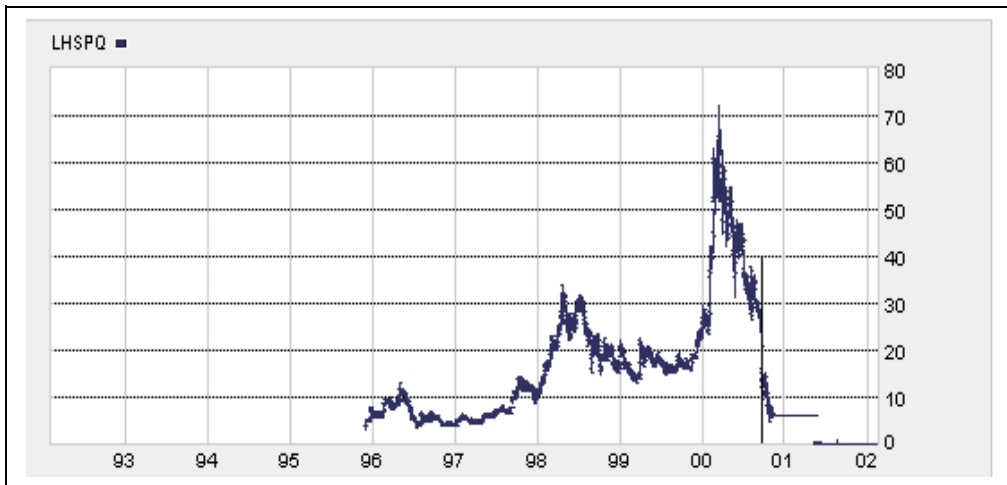
Bij een overname is L&H toch minstens 7 usd waard. Veel risico is er niet meer aan verbonden. Failliet zullen ze niet gaan.

Psychologisch aspect

De paniek omtrent het Lernout & Hauspie-aandeel nam toe. Meer en meer beleggers begonnen zich weerhoudend op te stellen ten opzichte van dit aandeel. Men begon ook meer negatief nieuws te zien en er meer waarde aan te hechten dan in het begin het geval was. Dit is het gevolg van het feit dat men onderreageert op nieuws. Het aanhoudende negatieve sentiment zorgde ervoor dat de visies van de beleggers versterkt werden en zodoende een verdere daling van de aandelenkoers tot gevolg had.

Eens te meer kwam tot uiting dat beleggers te weinig diversifiëren en dat het home bias-effect wel degelijk aanwezig was op de financiële markt. Deze twee factoren kunnen gestaafd worden met de commentaren van 'joost', 'polleken' en 'zinok'.

Grafiek



Grafiek 89.1 Koers bij het blootleggen van het occult systeem van de LDC's

28 september 2000: na een winstwaarschuwing daalde het aandeel met 30%

Feiten

Analisten reageerden verrast op de winstwaarschuwing van Lernout & Hauspie. Bijgevolg zorgden de beleggers ervoor dat het aandeel opnieuw daalde, dit keer met 30 procent.

De top van de onderneming probeerde om klaarheid te brengen, maar kon niet voorkomen dat er nog steeds onzekerheid bleef bestaan. Verder werd het bericht, dat Lernout & Hauspie in het derde kwartaal verlies verwacht, slecht onthaald op de aandelenmarkt.

Beleggerscommentaren

Door **geert** op **Donderdag, 28 September 2000 - 01:11**:

Maar wat gebeurd er als het aandeel geschrapt wordt op Nasdaq?? Hoe zit het dan met de intrinsieke waarde en wat zijn mijn aandelen dan nog waard? Lhsp kan die schrapping misschien wel een tijdje houden (met de afschrijvingen enz.) maar hoelang? Geen verhandelingen....geen stijging....op den duur geen cash niet meer....en dan failliet.....en gedaan met de vodden.

OF ZIE IK DAT VERKEERD??????????

Door **popersam** op **Donderdag, 28 September 2000 - 01:18**:

Dan kent nog niemand van jullie allen de WESTHOEK mentaliteit.

De BEURSVOLGENDE WESTHOEKER heeft reed flink gewonnen op L&H. Zij hebben het aandeel reeds verscheidene jaren in portefeuille. Kennen het door en door. Hebben het dus verkocht + 100 usd.

(voor de splitsing)en kopen dus nu massaal bij.

De mannen van 't stad kunnen dan aan 't dubbel of meer instappen en nadien klagen over geleden verliezen.

P.S. Een Westhoekter bijt op zijn tanden, maar verkoopt niet met verlies!

Door **AZERT** op **Vrijdag, 29 September 2000 - 13:46**:

LHSP komt terug en zal nog sterker uit de strijd komen. t'Is niet omdat zij een veldslag verloren hebben dat zij de oorlog verloren hebben! Althans ik hoop het toch.

Door **Anoniem** op **Zaterdag, 30 September 2000 - 17:34**:

heeft er iemand een idee wat lhsp ons volgende week te bieden heeft

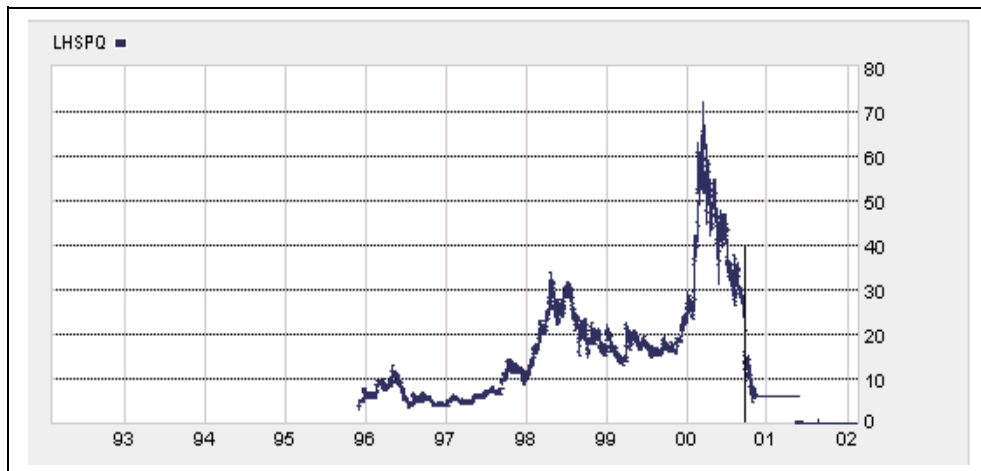
Psychologisch aspect

De dalende trend van de aandelenkoers werd verder gezet, ditmaal met een afstraffing van een winstwaarschuwing. Met andere woorden, het negatieve nieuws bleef in dezelfde lijn liggen. Ondanks al het negatieve nieuws en het feit dat men verlies aan het realiseren was, stond men weigerachtig tegenover het feit om te verkopen met verlies. Hier kan verwezen worden naar de uitspraak van 'popersam'.

Verder blijkt ook hier weer dat men, ondanks het geleden verlies, bleef hopen om ooit nog terug winst te maken. Dit is eveneens een gevolg van de loss-aversion van beleggers. Aangezien vele beleggers uit de Westhoek, namelijk de regio rond Ieper, kwamen, wijst dit

op het feit dat men sneller geneigd gaat zijn om te beleggen in een onderneming die zich binnen een bepaalde afstand van de woonplaats bevindt.

Grafiek



Grafiek 91.1 De waarde van het aandeel na de winstwaarschuwing

Oktober 2000: The Wall Street Journal zette zijn tanden in de jaarrekeningen van de LDC's. In zeven haasten werden er nieuwe jaarrekeningen geproduceerd

Feiten

Uit onderzoek is gebleken dat de Language Development Companies (LDC's) geen directe banden hadden met Lernout & Hauspie. De LDC's stonden in om voor eigen rekening taaloplossingen te ontwikkelen. Hierbij werd een beroep gedaan op de technologie van Lernout & Hauspie. Het voordeel van de LDC's voor Lernout & Hauspie was het feit dat op deze manier de ontwikkelingskosten uit de resultatenrekening gehouden konden worden.

De commentaar van The Wall Street Journal op de jaarrekeningen van vier LDC's werkte vernietigend. Op 30 oktober 2000 zorgden de vier LDC's voor nieuwe jaarrekeningen waardoor de verdwenen miljoenen ingevuld werden.

Beleggerscommentaren

Door **Anoniem** op **Zondag, 1 Oktober 2000 - 12:08:**

Afwachten, afwachten en nog eens afwachten... tot er meer duidelijkheid komt. Nu kopen heeft niets te maken met beleggen, het is momenteel puur gokken...

Door **Anoniem** op **Woensdag, 4 Oktober 2000 - 19:51:**

De sec onderzoekt momenteel of lhsp wel omzet heeft... moet er nog zand zijn.

Door **niels** op **Zaterdag, 21 Oktober 2000 - 14:19:**

Bij Corluy zegt me mij dat ik alles moet buitengooien nu ik nog iets voor de aandelen kan krijgen. Hebben het over corrupte boel, valsheid in geschriften,...
Ik weet het niet meer hoor!

Door **Jambers** op **Donderdag, 26 Oktober 2000 - 18:20:**

Einde van Lernout & Hauspie! Amen. Wanneer gaan ze die twee opsluiten?

Door **Anoniem** op **Donderdag, 26 Oktober 2000 - 18:49:**

Wanneer gaat de directie van LHSP nu eindelijk eens reageren? Indien ze dit niet gaan doen zullen ze deze negatieve spiraal niet lang meer kunne volhouden denk ik!!

Door **Mobi** op **Donderdag, 26 Oktober 2000 - 22:29:**

Wie moet een dergelijk bedrijf hebben????? Als alles lucht is!

Door **Anoniem** op **Vrijdag, 27 Oktober 2000 - 15:58:**

Wacht tot als KPMG het rapport zal publiceren dan zal je wel zien.

Dit is geen 2e Superclub maar pure toptechnologie.

Het risico moet je erbij nemen.

Door **foxie** op **Zaterdag, 28 Oktober 2000 - 16:45:**

Toptechnologiegefoefel ja! Nog maar eens het zoveelste bewijs dat je met eerlijk zijn niet rijk zal worden!

Door **Anoniem** op **Maandag, 30 Oktober 2000 - 09:07:**

Geloof in de LHSP-technologie, geloof dat LHSP niet gesjoemeld hebben, en koop als de bliksem aandelen LHSP (of call-opties voor een beperkte som).

Een BELIEVER

Door **Anoniem** op **Maandag, 30 Oktober 2000 - 13:34:**

Binnenkort kan U de aandelen van L&H gebruiken
als ticket om te parkeren in Ieper en Omstreken!

Door **Anoniem** op **Donderdag, 2 November 2000 - 14:37:**

Ik koop!! I'M A BELIEVER!!
Laat maar komen, tijd brengt...
8US DOLLAR IS ECHT TE LAAG OM AAN JE NEUS TE LATEN VOORBIJGAAN!!!!
Komt binnen het jaar terug naar 50!! Wedden?

Door **Sukkelaar** op **Dinsdag, 7 November 2000 - 18:52:**

Ik ben kwaad.
Ik denk dat ik bedot ben.
Vorige keer met SUPERCLUB nu met
L&H!!

Resultaat ik kan het reeds raden
Vlug verkopen of al mijn geld kwijt.
Volg mij voor het te laat is.

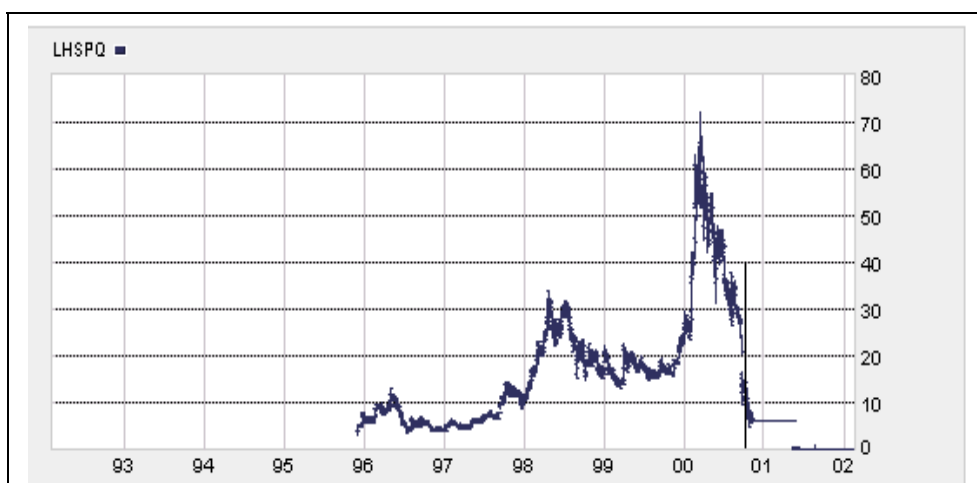
Psychologisch aspect

Eens te meer blijkt dat er nog steeds twijfel op de markt aanwezig was. Langs de andere kant lekken er factoren, zoals corruptie, valsheid in geschrifte..., uit. Deze factoren zijn steevast aanwezig bij de creatie van een zeepbel. Uit de commentaar van 'Jambers' blijkt dat men deels op zoek was naar wraak. Helmut Gaus (2003) stelde dat naarmate het dieptepunt nadert, men eist dat de wet strikter wordt toegepast.

Ondanks al het negatieve dat er over Lernout & Hauspie verschenen was, waren er nog altijd mensen die aandelen bleven kopen. Een conclusie die men hier kan trekken, is het feit dat er altijd 'believers' zijn. 'Believers' zijn beleggers die, wat er ook gebeurt, in het aandeel blijven geloven.

Hier kwam eveneens rampbijziendheid en drempelheuristiek tot uiting. Uit de reactie van 'Sukkelaar' is gebleken dat hij al eens in een dergelijke situatie zat, namelijk Superclub waar de feiten gepleegd werden tussen 1983 en 1991. Hieruit blijkt dat men als belegger telkens weer de kans op een ramp tot nihil herleidt. Verder werd er geen tijd meer aan besteed bij het begin van de ramp met Lernout & Hauspie. Bijgevolg reageerde de belegger niet op tijd, met alle gevolgen van dien.

Grafiek



Grafiek 94.1 Beurskoers op het ogenblik van het onderzoek van The Wall Street Journal

9 november 2000: het aandeel werd geschorst op Wall Street. Op de Easdaq, waar Lernout & Hauspie een parallelle notering had, zakte de koers met 40%. Jo Lernout, Pol Hauspie en medebestuurder Nico Willaert legden hun mandaten neer

Feiten

Op deze dag werd het aandeel geschorst op de Nasdaq. Op de Easdaq daalde de waarde van het aandeel met 40 procent tot 3,7 dollar. De onderneming verklaarde dat het de boekhouding van de laatste 2,5 jaar wenste te herzien. Jo Lernout, Pol Hauspie en Nico Willaert stapten op als gedelegeerd bestuurders. Jo Lernout en Pol Hauspie waren ook voorzitter af. Deze taak werd overgenomen door Roel Pieper, terwijl Jo Lernout vice-voorzitter werd. Verder stopte KBC Securities met het analyseren van het aandeel. Deze dag was eveneens het startpunt van het gerechtelijk onderzoek, aangezien het parket een informatief vooronderzoek startte.

Beleggerscommentaren

Door **zinok2000** op **Donderdag, 9 November 2000 - 10:36:**

Lernout en Hauspie verlaten het schip.
Kunnen we beginnen te zinken of is dit misschien een lichtpunt?

Door **philips** op **Donderdag, 9 November 2000 - 13:14:**

FINITO, BASTA, HASTA LA VISTA, SEE YOU LATER ALLIGATOR, VAYA CON DIOS, SALU,
THIS IS THE END
en zeggen dat ik het al gezegd had

Door **Anoniem** op **Zaterdag, 11 November 2000 - 14:35:**

Afwachten is de boodschap, hopelijk komt er een helpende hand, Compaq? Maar dat het gerecht en andere instanties het bedrijf nu gerust laten, want de kleine belegger zal de dupe zijn, ik heb ook geld in het bedrijf gestoken. Ik hoop dat ze dit inzien.

Door **Spillie** op **Zondag, 19 November 2000 - 20:41:**

Wat de "gedupeerden" betreft kan ik volgend kwijt. Niemand heeft u onder druk gezet om te kopen. Indien iemand zijn huis verkoopt, een lening aangaat of zijn laatste spaargeld aanspreekt om te beleggen dan is dat hun probleem. Geef vooral het bedrijf de schuld niet van uw dommigheid.
Iedereen die op de beurs "speelt" zal deze tips wel kennen: gebruik alleen geld dat op korte en middel lange termijn kan gemist worden. Beleg nooit alles op één aandeel.
SPREIDING is het gouden woord van de goede belegger.

Door **Anoniem** op **Zondag, 21 Januari 2001 - 10:04:**

Wees positief en hoop op goed nieuws, misschien volgende week, niemand is gebaat bij een faillissement, ik heb vertrouwen, degene die L&H afbreken hebben geen aandelen van het bedrijf. Ik denk dat Bodson recht zal trekken. Ze hebben de toekomst in huis, dat is zeker.

Door **AZERT** op **Zondag, 21 Januari 2001 - 13:22:**

De technologie die dat bedrijf bezit is veel te waardevol om verloren te gaan. Binnen 2 jaar staan ze aan de top. Dan koop ik een huis met mijn winsten van LHSP. T Zal geen krot zijn, geloof me!

Door **Anoniem** op **Zondag, 22 April 2001 - 12:18:**

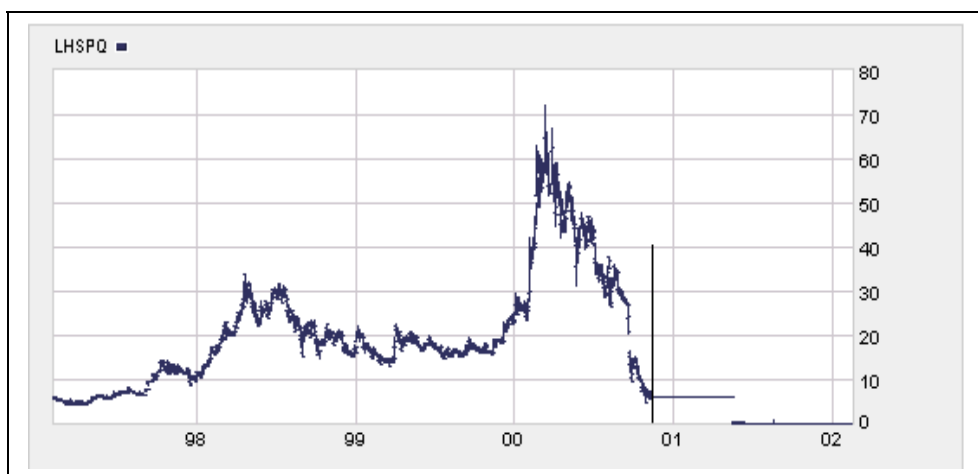
Jullie zijn echt gek. het is niet normaal dat er nog zoveel ezels aandelen hebben gekocht toen de koers aan een vrije val bezig was. De enige die hier de grote schuldlige van zijn zijn de banken. Zij hebben grote groepen mensen nog dat lucht laten kopen. Maar ja zij konden niet anders. Zij hebben die van criminelen miljarden geleend en moesten iets

doen. Anders was het bedrijf al op de fles.

Psychologisch aspect

Na het schorsen van het aandeel op Wall Street waren er vele beleggers, die het feit dat ze verlies geleden hebben, in de schoenen van het bedrijf wilden schuiven (cfr. eerdere uitspraken bij vorige data). Hieruit blijkt duidelijk dat beleggers positieve resultaten aan zichzelf toewijzen en negatieve resultaten afschuiven op externe factoren of derden. Hierbij wordt er verwezen naar de reactie van ‘Spillie’.

Grafiek



Grafiek 96.1 De schorsing van het Lernout en Hauspie-aandeel op Wall Street

Besluit

Denkt u na het lezen van dit eindwerk nog steeds dat beurskoersen enkel bepaald worden door een optelsom van cijfers, overnamenieuws of de ratings van analisten? In dat geval laat u waarschijnlijk een grote potentiële winst liggen. Zoals alom bekend is, staat er tegenover elke verkoper een koper. Om, als belegger, het inzicht in het beursgebeuren te vergroten, dient men zich af te vragen waarom een andere belegger het tegenovergestelde doet van hetgeen je zelf doet als belegger. Hierdoor kan men concluderen dat bepaalde gevoelens zoals ego, angst en hebzucht wel degelijk aanwezig zijn op de financiële markten.

Binnen het vakgebied behavioural finance werd er uitgebreid ingegaan op onder meer bovenstaande gevoelens. Opmerkelijk is het feit dat de financiële markten wel degelijk beïnvloed worden door psychologische aspecten. Dit is gebleken uit de behandelde wetenschappelijke studies en uit de vermelde voorbeelden van waargebeurde feiten.

Vooraf uit de praktijkstudie betreffende Lernout & Hauspie, wat aanzien werd als een boegbeeld in de nieuwe economie, is gebleken dat de beurskoersen op korte termijn sterk onderhevig waren aan de psychologie die op de markt heerste. In het beginstadium verliep alles nog binnen de perken, maar naarmate er stelselmatig meer en meer van kuddegeest en massapsychologie gesproken kon worden, steeg de aandelenkoers op korte tijd tot 72 dollar. Hierna daalde de waarde van het aandeel op een even korte tijd naar 3 dollar. Dit was het gevolg van de omslag van hype in paniek, waarbij angst meer en meer de bovenhand nam.

Wat behavioural finance betreft, kan men stellen dat het nog om een relatief jonge wetenschap gaat die nog in volle expansie is. Tijdens de bestudering ervan, kwam naar voor dat bepaalde segmenten nauw met elkaar verwant zijn of zelfs elkaar gedeeltelijk overlappen. Dit was bijvoorbeeld het geval bij de beschrijving van overmoed en self-attribution, waar men vermeldt dat een belegger een positief resultaat steeds aan zijn eigen capaciteiten toewijst en een negatief resultaat toegewezen wordt aan externe factoren.

Verder is de kritiek van bijvoorbeeld Fama (1998), onder andere dat de behavioural finance zich slechts toelegt op de verklaring van één enkele afwijking, te begrijpen. Het is nu éénmaal zo dat wanneer een wetenschap zich in het beginstadium beperkt tot de bestudering van afzonderlijke afwijkingen. Echter gaat het, zoals eerder vermeld om een wetenschap die nog in volle ontwikkeling is en zodoende zal er naar mijn mening na verloop van tijd een omvattende verklaring gevonden worden.

Als eindconclusie kan gesteld worden dat, bij het overwegen van een investeringsbeslissing, men wel degelijk de psychologische invloed op korte termijn dient te onderkennen om zo tot een goede besluitvorming qua investering te komen.

Bijlagen

Bijlage 1

Country	Jan.	Feb.	March	April	May	June	July	Aug.	Sept.	Oct.	Nov.	Dec.	Mean	t-value
Belgium	2.7	1.4	0.5	1.4	-2.3	-0.5	0.7	-2.1	-1.5	-1.4	-0.1	1.0	1.2	4.67
France	2.4	1.4	1.3	1.6	-1.1	-2.5	0.5	-0.7	-1.7	-1.5	-0.2	0.3	1.0	3.62
Netherlands	2.5	-0.2	1.7	1.0	-0.7	-0.2	1.0	-1.6	-2.7	-1.6	-0.6	1.1	1.1	3.58
Italy	4.9	1.6	1.5	0.6	-1.6	-2.3	-0.2	0.1	-2.1	-2.1	-0.8	0.1	0.9	3.56
Sweden	3.1	1.8	0.8	-0.1	-0.4	-0.6	2.0	-3.7	-2.4	-1.4	0.4	0.4	1.4	3.32
UK	3.1	0.8	-0.3	1.9	-1.4	-1.5	-0.1	0.0	-1.6	-1.6	-0.8	1.3	1.2	3.10
Spain	2.6	1.9	0.5	0.9	0.7	-0.3	-0.7	-1.0	-2.7	-1.7	0.3	-0.7	1.2	2.92
Austria	0.0	2.3	0.1	0.6	0.0	-0.7	0.3	-1.4	-1.3	-1.7	-0.4	2.1	0.7	2.71
Taiwan	3.2	6.8	-1.2	2.4	-2.0	-2.0	0.6	-6.0	-2.4	-5.2	2.8	2.7	0.8	2.63
Japan	1.5	0.1	1.0	0.6	0.0	-0.5	-0.1	-1.4	-1.3	-1.3	-0.2	1.6	0.7	2.62
Ireland	5.0	1.9	0.8	0.7	-0.6	-0.9	0.9	-3.5	-2.7	-1.0	-2.5	1.6	1.3	2.57
Germany	1.1	1.0	1.1	0.0	-1.6	0.3	1.0	-1.4	-1.6	-0.9	-0.1	1.0	0.8	2.44
Canada	1.3	0.9	-0.2	-1.1	0.3	-0.6	0.5	0.0	-1.9	-1.8	0.8	1.8	0.8	2.12
Singapore	4.3	1.2	-1.2	-0.4	1.8	-0.8	-1.1	-3.1	-1.6	-0.8	-1.1	2.7	0.7	2.05
Switzerland	2.0	-0.3	0.4	-0.6	-0.8	0.9	0.2	-1.4	-1.9	-0.2	0.1	1.7	0.8	2.01
US	1.2	0.0	0.0	0.1	-0.2	0.1	-0.2	-0.7	-1.3	-0.6	0.6	0.9	1.0	1.95
Greece	3.3	4.5	1.1	3.4	-2.3	1.1	2.2	-3.5	-1.1	-6.9	-3.8	0.9	2.1	1.77
Malaysia	-0.9	6.6	-1.2	-0.1	0.3	-1.4	-0.5	-7.0	0.3	0.8	-2.1	5.6	0.2	1.71
Brazil	11.3	3.4	-6.3	3.9	-1.4	-9.5	3.1	-5.2	4.0	-11.1	-5.5	12.1	16.3	1.70
Philippines	2.0	2.1	-1.0	1.7	2.9	-1.7	0.8	-7.2	-3.5	0.8	-0.9	4.1	0.9	1.67
Finland	4.6	1.9	0.0	3.0	0.5	-1.7	3.3	-5.2	-3.8	0.1	0.3	-3.7	1.2	1.54
Norway	3.9	-1.2	-0.9	3.2	0.3	-0.5	2.0	-1.2	-2.4	-1.9	-2.0	0.6	0.9	1.51
Portugal	3.5	2.5	1.3	-1.0	-0.4	-1.7	0.6	-1.0	-0.7	-2.0	-1.1	-0.4	0.8	1.48
Thailand	6.0	1.2	-0.9	1.1	-1.4	-1.6	2.7	-5.7	-1.0	-1.2	-3.6	4.3	0.0	1.39
Australia	1.5	-1.0	0.3	1.2	0.6	-1.0	0.7	0.0	-1.6	-1.5	-1.4	2.4	0.8	1.36
Jordan	1.5	-1.6	-1.0	0.8	1.0	-0.3	-1.2	-2.8	0.9	-0.7	0.7	2.9	0.6	1.36
Indonesia	3.9	1.9	1.1	-3.2	3.6	-1.8	-0.5	-1.4	-6.4	-2.1	-4.0	8.4	1.4	1.15
Chile	3.0	3.3	-2.4	-0.9	-0.2	1.7	-0.4	-4.5	-0.6	-0.5	-1.3	2.8	2.2	1.13
South Africa	-1.2	0.3	1.4	-0.2	0.5	-0.9	1.7	-1.1	-0.9	-1.3	0.1	2.2	1.3	0.89
Mexico	0.1	-0.9	2.7	-1.3	4.0	-2.5	1.3	-3.5	-2.8	-0.5	2.8	0.5	2.8	0.76
Hong Kong	3.8	2.9	-3.4	-0.3	2.1	-0.4	0.9	-2.8	-2.9	0.6	-3.9	3.4	1.4	0.72
Denmark	3.2	-1.1	-1.7	0.4	0.4	0.9	0.7	-1.9	-1.6	0.5	-1.5	1.7	1.1	0.64
Turkey	9.5	-1.4	-4.9	0.1	-2.4	6.4	-5.5	-6.2	6.7	-4.0	-1.3	3.4	5.2	0.63
Korea	6.2	-2.5	-0.7	0.0	-0.7	-3.8	2.7	-2.3	1.4	-0.3	0.2	-0.2	-0.2	0.62
Russia	-5.6	0.8	3.5	3.9	6.3	17.2	-2.1	-21.2	-2.1	-6.9	-7.5	12.9	-0.9	0.32
Argentina	-5.6	4.2	3.4	3.2	10.2	1.1	-3.5	-0.2	3.2	-13.1	-11.0	7.0	8.0	0.11
New Zealand	0.8	-2.0	0.0	2.3	1.6	-1.4	3.8	-0.5	-2.5	0.2	-1.8	-0.8	0.4	-0.40

Bijlage 2

Behavioural Finance Japan Fund
Pagina's 101 tot en met 108.

Behavioural Finance Japan Fund

Overzicht Feiten Prijs Performance Portefeuille Downloads



Print deze pagina

Focus

Het Fonds investeert op de Japanse aandelenmarkten. Het Fonds biedt de mogelijkheid om voordeel te halen uit de irrationele aspecten van het gedrag van beleggers.

Prijs per 26 mei 2004

Valuta	Prijs	1 dag %	KTD%	JTD%
JPY	4,075.69	-1.3	-4.0	13.1

Alle prijsveranderingen zijn exclusief eventuele uitkeringen

Performance-informatie (%)

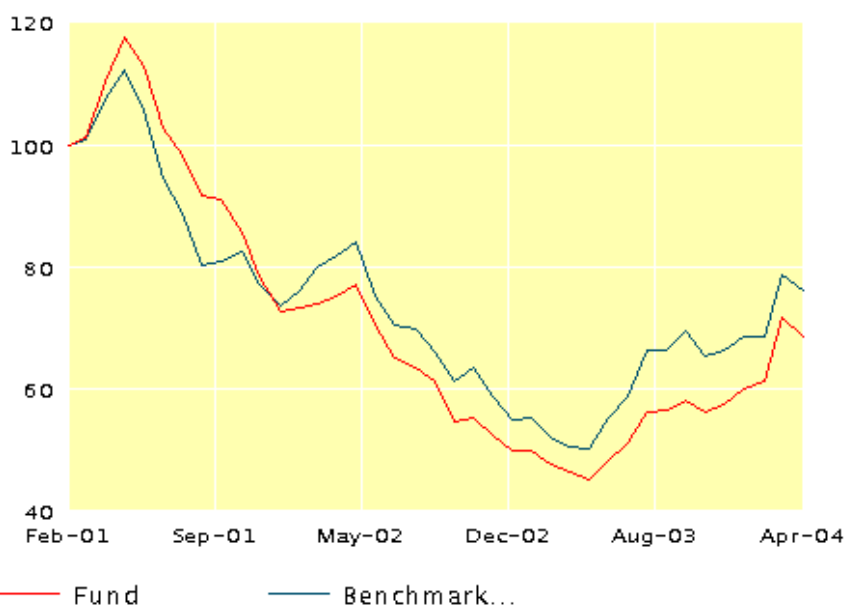
Klik hier om de valuta voor alle performance gegevens te selecteren:

EUR USD CHF GBP

Performance (%)

			Op jaarbasis	
1 mnd	3 mnd	1 jr	2 jr	3 jr
-4.4	14.3	48.1	-4.5	-14.6

Performance historie



Op index basis: introductiedatum fonds = 100

Informatie per

apr 2004

S&P Micropal rating

**

Fund family

ABN AMRO Funds SICAV

Asset categorie

Aandelen

Benchmark

MSCI JAPAN - NET
RETURN INDEX

Introductiedatum

12 feb 2001

Valuta van denominatie

JPY

Beheerd vermogen (mln)

JPY 673.3

Uitstaande participaties (dzd)

159.7

Intrinsieke Waarde

JPY 4,215.88

ISIN code

LU0120309322

Notering

Luxembourg Stock
Exchange

Performance-statistieken

Alpha (%)	-4.35	Standaarddeviatie (%)	20.19
Beta	0.87	Sharpe ratio	-0.42

Alle performance statistics zijn berekend op basis van voorafgaande 36-maands data en zijn weergegeven op jaarbasis.

Noot: alle performancecijfers van het fonds zijn berekend na aftrek van alle provisies en kosten.

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle data bron ABN AMRO Asset Management, tenzij anders aangegeven.

Lees onze [disclaimer](#) en [privacy statement](#)

Copyright © 2003-2004 ABN AMRO Bank NV. Alle rechten voorbehouden.

Behavioural Finance Japan Fund

Overzicht **Feiten** Prijs Performance Portefeuille Downloads



Print deze pagina

In een oogopslag	Fondsportret	Codes
Structuur open end	Focus Het Fonds investeert op de Japanse aandelenmarkten. Het Fonds biedt de mogelijkheid om voordeel te halen uit de irrationele aspecten van het gedrag van beleggers.	Bloomberg ABNBFJA LX
Deelnemingsrechten Klasse A aandelen (waardegroei-aandelen)	Doelstelling Het Fonds wil op lange termijn vermogensgroei bieden via investeringen in Japanse beursgenoteerde bedrijven, die deel uitmaken van de MSCI Japan-index. De beleggingsdoelstelling is om de MSCI Japan-index te overtreffen.	ISIN LU0120309322
Fund family ABN AMRO Funds SICAV	Managementstijl De investeringsbeslissingen zijn gebaseerd op inzichten uit de inzichten van de behavioural finance. Bij het selecteren van bedrijven concentreert het Fonds op aandelen die ondergewaardeerd zijn vanwege emotionele patronen en gedragspatronen die zich voordoen op de aandelenmarkten. Het Fonds investeert in aandelen met een grote beurskapitalisatie, de zogenaamde large-caps.	Reuters LU0120309322.LUF
Valuta van denominatie JPY	Risicoprofiel In tegenstelling tot de traditionele actief beheerde aandelenfondsen met een focus op lange termijn groei, concentreert dit Fonds zich op het identificeren van en het profiteren van korte termijnafwijkingen die zich in de markt voordoen.	Sedol 7222476
Introductiedatum 12 feb 2001		
Waarde bij introductie JPY 5,000.00		
Benchmark MSCI JAPAN - NET RETURN INDEX		
Asset categorie Aandelen		

Boekjaar
01 mei - 30 apr

Fondsmanager
Patrick Ho

Beheersvergoeding
1.7%

Verkoopprovisie
<5.25%

Minimum initiële inleg
JPY 25000

**Minimum
vervolginleg**
JPY 25000

**Minimum switch
bedrag**
JPY 25000

Deze benadering biedt beleggers een ideale gelegenheid om hun beleggingsportefeuille te diversifiëren. Het risicoprofiel van dit fonds is hoger dan dat van de gemiddelde Japanse aandelenmarkt. Aangezien dit fonds investeert in aandelen die in Japanse yen noteren, dienen beleggers ook het valutarisico in beschouwing te nemen.

Aanvullende informatie

Domicilie in
Luxemburg

[Bekijk de lijst van landen waarin dit fonds geregistreerd is](#)

Quoted in
The International Herald Tribune, The Financial Times, The Wall Street Journal Asia/Europe

Genoteerd op
Luxembourg Stock Exchange

Wettelijke vorm
Subfund of an investment company with variable capital (SICAV)

Uitkeringsbeleid
Er wordt geen dividend uitgekeerd.

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle data bron ABN AMRO Asset Management, tenzij anders aangegeven.
Lees onze [disclaimer](#) en [privacy statement](#)
Copyright © 2003-2004 ABN AMRO Bank NV. Alle rechten voorbehouden.

Behavioural Finance Japan Fund - Registratie overzicht

Overzicht Feiten Prijs Performance Portefeuille Downloads



Print deze pagina

Het fonds is geregistreerd voor verkoop aan het publiek in de navolgende landen:

België
Denemarken
Duitsland
Frankrijk
Gibraltar
Griekenland
Hong Kong
Ierland
Italië
Jersey
Liechtenstein
Luxemburg
Nederland
Noorwegen
Oostenrijk
Singapore
Spanje
Tsjechië
Verenigd Koninkrijk
Zweden
Zwitserland

Lees onze [disclaimer](#) en [privacy statement](#)

Copyright © 2003-2004 ABN AMRO Bank NV. Alle rechten voorbehouden.

Behavioural Finance Japan Fund

Overzicht Feiten **Prijs** Performance Portefeuille Downloads



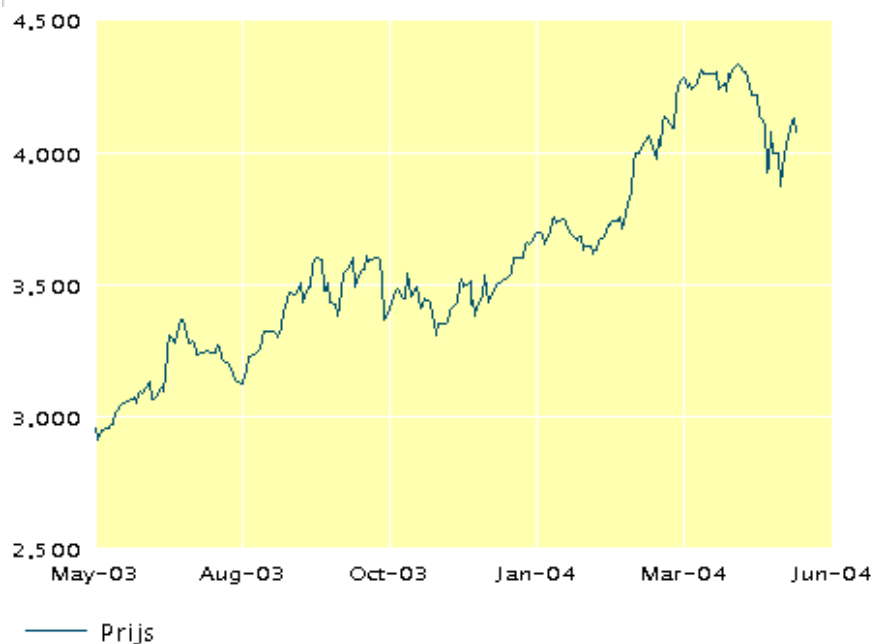
Print deze pagina

Prijs per 26 mei 2004

Valuta	Prijs	1 dag %	WTD%	MTD%	KTD%	JTD%
JPY	4,075.69	-1.3	1.0	-5.4	-4.0	13.1

Alle prijsveranderingen zijn exclusief eventuele uitkeringen

Koersverloop



In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle data bron ABN AMRO Asset Management, tenzij anders aangegeven.

Lees onze [disclaimer](#) en [privacy statement](#)

Copyright © 2003-2004 ABN AMRO Bank NV. Alle rechten voorbehouden.

Behavioural Finance Japan Fund

Overzicht Feiten Prijs **Performance** Portefeuille Downloads



Print deze pagina

Selecteer de valuta voor alle tabellen op deze pagina:

EUR USD CHF GBP

Informatie per
apr 2004

Performance samenvatting (%)

	Op jaarbasis						
	1 mnd	3 mnd	6 mnd	1 jr	2 jr	3 jr	Sinds start
Fonds	-4.4	14.3	18.1	48.1	-4.5	-14.6	-11.2
Benchmark	-3.0	10.8	9.4	50.7	-3.6	-10.8	-8.2

Referentie info

**Introductiedatum
fonds**

feb 2001

Benchmark

MSCI JAPAN - NET
RETURN INDEX

Performance-informatie (%)

	Van	Mar 2003	Mar 2001
	Tot	Mar 2004	Mar 2004
Fonds		51.1	-10.8
Benchmark		50.8	-8.0

Kalenderjaar (%)

	JTD	2003	2002
Fonds	19.5	9.8	-33.3
Benchmark	14.6	13.1	-23.9

Noot: alle performancecijfers van het fonds zijn berekend na aftrek van alle provisies en kosten.

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle data bron ABN AMRO Asset Management, tenzij anders aangegeven.

Lees onze [disclaimer](#) en [privacy statement](#)

Copyright © 2003-2004 ABN AMRO Bank NV. Alle rechten voorbehouden.



Informatie per
apr 2004

Top-tien posities (%)

HONDA MOTOR	6.8
RICOH COMPANY LTD.	5.9
NISSAN MOTOR CO LTD	4.9
MILLEA HOLDINGS INC.	4.4
TOYOTA MOTOR CO.	4.4
TOYKO ELECTRIC POWER	3.8
UNY CO. LTD.	2.9
BRIDGESTONE CORPORATION	2.5
FAMILYMART	2.5
KANSAI ELECTRIC POWER COMPANY INC.	2.5

Actieve positie per sector

Energie	+
Basisindustrie	-
Industriële ondernemingen	+
Niet-duurzame consumptiegoederen	+
Duurzame consumptiegoederen	-
Gezondheidszorg	=
Financiële diensten	=
Informatie-technologie	-
Telecommunicatie	-
Nutsbedrijven	-

Portefeuillegewichten in vergelijking tot de benchmark:

'+' duidt overweging >150 bpt aan

'=' duidt gelijkgewogen aan

'-' duidt onderweging >150 bpt aan

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle data bron ABN AMRO Asset Management, tenzij anders aangegeven.

Lees onze [disclaimer](#) en [privacy statement](#)

Copyright © 2003-2004 ABN AMRO Bank NV. Alle rechten voorbehouden.

Bijlage 3

GREENSPAN GEEFT NASDAQ VLEUGELS

Red. BD, woensdag 6 december 2000. COLUMNS

In de slechtste maand sinds oktober 1987, kon de Nasdaq gisteren de beste dagprestatie ooit neerleggen met een stijging van 10,5% tot 2889 punten. Hiervoor was een toespraak van Alan Greenspan nodig.

Dinsdag zei Alan Greenspan dat de Amerikaanse economie duidelijk aan het afkoelen is. Dit was voor de beleggers voldoende om terug volop in de geteisterde aandelenmarkten te beleggen. Het is zo goed als zeker dat de FED op 19 december beslist om de rente niet te wijzigen of zelfs te verlagen. 17 van 25 Amerikaanse handelaars verwachten alvast dat de FED de rente op zijn minst één keer zal verlaagd hebben tegen midden 2001.

De bear-markt in de technologieaandelen heeft volgens Greenspan gezorgd voor een vertraging van de economie zodat inflatie getemd blijft. De zwakkere aandelenprijzen zorgen ook voor een kleine afremming wat consumentenbesteding betreft door het 'welvaartseffect'. Consumenten spenderen iets minder als het minder goed gaat op de aandelenmarkt.

De kans op een dalende economische activiteit is nu dus veel groter geworden dan de kans op inflatie. De reactie op de markten is op zijn minst euforisch te noemen. Hoelang dit kan volgehouden worden is een andere vraag. Nabeurs kwam Apple immers alweer met een winstwaarschuwing en zakte in de late handel nog van 17 naar 15\$. Dit is meteen het gevaar momenteel: hoeveel zal de groei juist vertragen? En hoeveel bedrijven gaan er nog met winstwaarschuwingen komen?

De analisten wachten vol ongeduld op de Amerikaanse werkgelegenheidscijfers voor november. De arbeidsmarkt geeft goede indicaties over mogelijke inflatie. Momenteel hangt de werkloosheid rond zijn laagtepunt in dertig jaar, nl. 3,9 percent (zie tabel onderaan).

Het feit dat de saga rond de Gore en Bush bijna ten einde loopt, heeft natuurlijk ook meegeholpen om die prechtprestatie neer te zetten. Het is afwachten of de historische dag van gisteren het startschot betekende van de lang verwachte eindejaarsrally of de stuiptrekking van een neergeschoten stier.

Red. BD

Bijlage 4

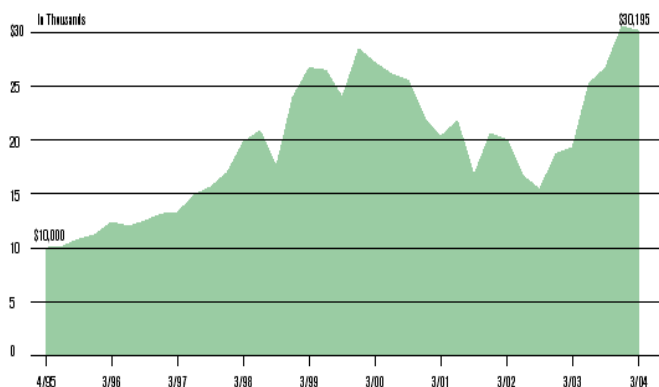
Legg Mason Growth Trust
Voorheen gekend als Legg Mason Focus Trust
Pagina 111 en 112.

FIRST QUARTER 2004

Legg Mason Growth Trust

(Formerly known as Legg Mason Focus Trust)
PRIMARY CLASS

Hypothetical Investment of \$10,000 from Inception



Average Annual Total Returns As of March 31, 2004

One Year	Three Year	Five Year	Seven Year	Since Inception
56.30%	14.07%	2.45%	12.46%	13.13%

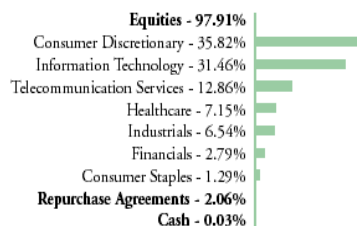
The performance data quoted represents past performance and does not guarantee future results. Current performance may be lower or higher than the performance data quoted. To obtain the most recent month-end information please visit www.leggmasonfunds.com. The investment return and principal value of the fund will fluctuate so that an investor's shares, when redeemed, may be worth more or less than the original cost. Calculations assume reinvestment of dividends and capital gain distributions. Performance would have been lower if fees had not been waived in various periods.

For a free prospectus containing more complete information, including the investment objectives, risks, charges, and expenses on any Legg Mason or Royce fund (Consultant Class only), call a Legg Mason Financial Advisor, call 1-800-577-8589, or visit www.leggmasonfunds.com. Please consider all the information provided in the prospectus and read it carefully before investing.

Key Fund Information

Core Four Allocation	● Large Company Stock Fund
Fund Type	Equity Fund
Objective	Long-Term Capital Appreciation
Risk	L H
Approach	Uses the "theory of focus investing" to create a concentrated, low-turnover portfolio of primarily common stocks that appear to have strong growth potential.
Fund Assets	\$342,142,578
Inception Date	April 17, 1995
Ticker	LMGTX
Portfolio Manager	Robert Hagstrom
Benchmark Index	S&P 500

Sector Weightings



1. InterActiveCorp 9.21%
2. Nextel Communications, Inc. 7.21%
3. Amazon.com, Inc. 6.94%
4. Electronic Arts Inc. (EA) 5.51%
5. eBay Inc. 5.06%
6. QUALCOMM Inc. 4.84%
7. Nokia Oyj - ADR 4.73%
8. The DIRECTV Group, Inc. 4.49%
9. Vodafone Group plc - ADR 4.18%
10. DeVry, Inc. 3.96%

These holdings represent 56.13% of the portfolio.

Legg Mason Growth Trust

MANAGED BY: LEGG MASON FUNDS MANAGEMENT, INC.

Fund Update *March 31, 2004*

Additional Fund Information

Portfolio Mix

- The Adviser invests in a concentrated group of primarily large-cap growth companies that it believes have sound long-term economic fundamentals and are deemed to be undervalued at the time of purchase
- 20 of the fund's 26 holdings are in the Consumer Discretionary, Information Technology, and Telecommunication sectors where the fund maintains significant overweight positions relative to its primary benchmark, the S&P 500
- The fund has significant relative underweight positions in Consumer Staples, Financials, Healthcare, and Industrials
- The fund has no exposure to Energy, Materials, or Utilities
- Because it is a concentrated portfolio, the Adviser expects the fund to be more volatile than the market

Investment Philosophy

We seek to generate excess returns by owning securities that have been priced by the market at significant discounts to their intrinsic value by our multi-factor valuation analysis.

Our analytical approach is not based on traditional, accounting-based valuation measures. We are focused on cash earnings - namely, the present value of future cash flows of a company. Shareholder value is the result of cash, not accounting, earnings. In this way, we believe we differ from most value managers. Traditional valuation measures miss many mispriced stocks because those measures do not focus on the value of a business.

- We seek to purchase companies whose revenues and/or earnings are growing at an above-average rate selling at prices below our opinion of intrinsic business value
- The fund is managed by a growth manager who understands valuation
- Focused portfolio: 20 - 30 holdings

Primary Risks of this Fund

- Market Risk - The risk that prices of securities will go down because of the interplay of market forces, may affect a single issuer, industry or sector of the economy, or may affect the market as a whole.
- Non-Diversification Risk - As a "non-diversified" fund, an investment in the fund will entail greater price risk than an investment in a diversified fund because a higher percentage of investments among fewer issuers may result in greater fluctuation in the total market value of the fund's portfolio, and economic, political or regulatory developments may have a greater impact on the value of the fund's portfolio.

Performance

The fund underperformed its primary benchmark, the S&P 500, for the quarter but outperformed for the one-year period.

"Our fund will continue to focus on above average growth companies that have a long-term competitive position selling at prices below the intrinsic value of the underlying business. We believe new economic franchises operating in a new economic landscape should provide above average returns for our shareholders in the coming years."

-Robert G. Hagstrom, Focus Trust Report to Shareholders, January 26, 2004

The S&P 500 is an index of common stock prices, which includes reinvestment of dividends, and is generally considered representative of the U.S. stock market. It is not possible to invest in an index.

The industry weightings and portfolio holdings are subject to change; please request the fund's most recent Shareholder Report.

Not FDIC Insured	Not Bank Guaranteed	May Lose Value
------------------	---------------------	----------------

LMF-090 (3/04)

A Closer Look at Legg Mason Funds Management, Inc.
Legg Mason Funds Management, Inc. (LMFMI), based in Baltimore, Maryland, is the investment adviser and manager of Value Trust, Special Investment Trust, American Leading Companies Trust, Opportunity Trust, and Growth Trust. Using a time-tested value philosophy, LMFMI analyzes and invests in companies that appear to be selling at significant discounts to their intrinsic value.

A Closer Look at the Portfolio Manager

A member of the investment industry since 1984, portfolio manager Robert Hagstrom, Jr., is a Senior Vice President of Legg Mason Funds Management, Inc., and a Chartered Financial Analyst. Robert uses the theory of focused investing to create a concentrated portfolio of companies that he feels are undervalued based on not only quantitative measures, but also qualitative factors. Robert is also an accomplished author of several best-selling books, most notably *The Warren Buffett Way*.

Investor Profile

Legg Mason Growth Trust is appropriate for investors seeking long-term capital appreciation by investing primarily in common stocks, preferred stocks and securities convertible into or exchangeable for common stocks. Investors should be comfortable with the risks associated with an investment in a non-diversified fund.

Benefits

Low minimum investment of \$1,000 for a regular or retirement account; Easy access to your money at current market prices; Exchange privileges; Reinvestment of dividends; Future First® systematic investment plan with a \$50 minimum monthly investment.

For more information:

- Visit www.leggmasonfunds.com
- Call your Legg Mason Financial Advisor
- Call 1-800-577-8589



Personalized Guidance.
Intelligent Choices.™

Legg Mason Wood Walker, Inc.
Member NYSE, Inc. • Member SIPC

Bibliografie

Boeken

D'HOORE, Paul, 2002. De 10 beurswetten van Paul D'Hoore. Vijfde druk, Wetteren, Erasmus, 191 p.

DOMBRECHT, M., HEREMANS, D., PLASSCHAERT, S. e.a., 2001. Geld- en financiewezen: België in het eurogebied. Vierde druk, Antwerpen, Standaard Uitgeverij, 573 p.

Kranten

B., P., 2004. Risicoaversie neemt toe. *De Tijd*, 2004 (29 maart).

COPPENS, Luc (red.), 2004. Greenspan ligt markten na aan het hart. Wat als de Amerikaanse centrale bankier opstapt of doodvalt? *De Standaard*, 2004 (3 april).

DE, 2002. De theorie van Charles Dow als basis. *De Tijd*, 2002 (23 oktober).

DECEUNYNCK, Frida, 2000. De halloweenindicator. *De Tijd*, 2000 (4 november).

DE LEUS, Koen, VAN MALDEGEM, Peter, 2002. Psychologie en fundamenteen: onlosmakelijk verbonden. *De Tijd*, 2002 (19 februari).

DE PRETER, Wim, NACKAERTS, Nancy, 2004. Europese beurzen maken duik na aanslagen. Beleggers dumpen vooral toerisme-aandelen. *De Standaard*, 2004 (12 maart).

FROLKE, Viktor, 2002. Psycholoog en winnaar van de Nobelprijs voor economie Danny Kahneman. Wees sceptisch, doe weinig en heb geduld. *NRC Handelsblad*, 2002 (11 december).

HUYLENBROECK, Pierre, 1998. Psychiatrisch rapport van overspannen markten. *De Tijd*, 1998 (12 september).

HUYLENBROECK, Pierre, 2002. Nasleep van beurszeepbellen kan tot drie jaar duren. *De Tijd*, 2002 (16 februari).

HUYLENBROECK, Pierre, 2002. Blunderende beleggers leiden naar Nobelprijs economie. *De Tijd*, 2002 (11 oktober).

HUYLENBROECK, Pierre, 2002. Verkoop in mei en kom terug in november. *De Tijd*, 2002 (27 april).

HUYLENBROECK, Pierre, 2003. Tien tips van twaalf strategen. Wat mag een particuliere belegger allemaal doen, wat niet en waarom? *De Tijd*, 2003 (30 juli).

KERRES, Michel, s.d. Elke generatie krijgt de zeepbel die zij verdient. *NRC Handelsblad*.

- MAMPAEY, Serge, 2003. Het mooie oktobergevoel. *De Tijd*, 2003 (8 november).
- M., S., 1999. Reputatie oktober als slechtste beursmaand is onterecht. *De Tijd*, 1999 (1 oktober).
- M., S., 2004. Aanslagen zorgen voor paniek op Europese beurzen. *De Tijd*, 2004 (12 maart).
- NIEUW, 1995. Nieuw beleggingsfonds vindt inspiratie bij goeroe Warren Buffet. *De Tijd*, 1995 (3 juni).
- SHELL, 2004. Shell koopt weer eigen aandelen in. *Metro*, 2004 (30 april).
- VAN DEN SPIEGEL, Freddy, 2001. Behavioural finance: meer dan een voorbijgaande modetrend. *De Tijd*, 2001 (1 maart).
- VANLINTHOUT, Guido, 2004. Forse daling geen voorbode van baissemarkt. *De Tijd*, 2004 (12 maart).
- VAN MALDEGEM, Peter, 2000. De irrationaliteit van de beleggers. *De Tijd*, 2000 (10 oktober).
- VERKOOPDRUK, 2004. Verkoopdruk na aanslagen. *De Tijd*, 2004 (12 maart).
- WUYTS, Koen, 2000. Prijszetting bij IPO geen sinecure. *De Tijd*, 2000 (25 juli).

Tijdschriften

- BAKER, PHILLIPS, POWEL, 1995. The Stock Distribution Puzzle: A Synthesis of the Literature on Stock Splits and Stock Dividends. *Financial Practice and Education*, 1995 (spring/summer).
- BORSTLAP, Thierry, 2003. Gratis calloptie. *Cash!*, 2003 (30 oktober).
- DEBELS, Thierry, 2001. Aandelen verkopen met verlies. *Bizz*, 2001 (30 november).
- DE BOEVER, T., 2002. Geert Noels: Er zijn geen winters meer. *Trends*, 2002 (24 oktober).
- DENEFF, Alain, 2003. Puur op het gevoel. *Cash! Beleggersalmanak 2004*, 2003 (november).
- DENEFF, Alain, 2004. Mee aan het buffet(t). *Cash!*, 2004 (1 april).
- GAUS, Helmut, 2003. Sexy snit en rode jurken ... de economie herleeft. *Trends*, 2003 (25 september).
- KILLEMAES, Daan, 2004. Perst Google de belegger uit? *Trends*, 2004 (20 mei).
- LAUWERS, Koen, 2000. Niche-aanbod. *Cash!*, 2000 (25 mei).
- REWEGHS, Danny (red.), 2004. Woord vooraf. *Cash!*, 2004 (26 februari).

REWEGHS, Danny, 2004. De magere jaren. *Cash!*, 2004 (27 mei).

REYNS, Jan, REWEGHS, Danny, 2004. 1 jaar beursfeest. *Cash!*, 2004 (11 maart).

REYNS, Jan, 2002. “De mens is niet rationeel. Dus de beurs ook niet.” *Cash!*, 2002 (12 december).

SCANDELLA, Luigi, 2003. Financiële berichten. *Financieel-economisch maandblad ING*, nr. 2385, 2003 (maart).

STRATEGIE, 2003. Strategie. *Inside Beleggen*, 2003 (42 B) 1.

VAN BROEKHOVEN, Nic, 2004. 19.500 aan het buffet. *Cash!*, 2004 (13 mei).

Working papers

EVERY, Zemsky, 1998. Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets. *American Economic Review*, 88 (4) 724-749.

BAKER, PHILLIPS, POWEL, 1995. The stock distribution puzzle: a synthesis of the literature on stock splits and stock dividends. *Financial Practice and Education (spring/summer)* 24-37.

BANERJEE, Abhijit V., 1992. A Simple Model of Herd Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 107 (3) 797-817.

BARBERIS, N., HUANG, M., 2001. Mental accounting, loss-aversion and individual stock returns. *The Journal of Finance*, 56 (4) 1247-1292.

BARBERIS, N., SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., 1998. A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49, 307-343.

BARBER, Brad M., ODEAN, Terrance, 2001. The Internet and the Investor. *Journal of Economic Perspectives*, 15 (1) 41-54.

BARBER, Brad M., ODEAN, Terrance, 2001. Boys will be boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116, 261-292.

BEM, 1965. An Experimental Analysis of Self-persuasion. *Journal of Experimental Psychology*, 1, 199-218.

BERNARD, THOMAS, 1989. Post-earnings-announcement drift: delayed price response or a risk premium. *Journal of Accounting Research*, 27, 1-48.

BERNARD, THOMAS, 1990. Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings. *Journal of Accounting & Economics*, 13, 305-340.

BLACK, Fisher, 1986. Noise. *The Journal of Finance*, 41 (3) 529-543.

- BOUMAN, Sven, JACOBSEN, Ben, 2002. The Halloween Indicator, Sell in May and go away: Another puzzle. *The American Economic Review*, 92 (5) 1618-1635.
- BRABAZON, Tony, 2000. Behavioural Finance: A new sunrise or a false dawn? *University College Dublin, Department of Accountancy*, 1-8.
- BRENNAN, FRANKS, 1997. Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK. *Journal of Financial Economics*, 45, 391-413.
- BROWN, Philip, CHAPPEL, Nick, DA SILVA ROSA, Ray e.a., 2002. The reach of the disposition-effect: large sample evidence across investor classes. *EFA 2002 Berlin Meetings Presented Paper*.
- CHEN, N., JOHAN, 1994. Timing the disclosure of information: management's views of earnings announcements. *Financial Management*, 23 (3) 63-70.
- COTE, SANDERS, 1997. Herding behavior: explanations and implications. *Behavioral Research in Accounting*, 9, 20-46.
- COVAL, Joshua D., MOSKOWITZ, Tobias J., 1999. Home bias at home: local equity preference in domestic portfolios. *The Journal of Finance*, 54 (6) 2045-2073.
- DANIEL, Kent, HIRSHLEIFER, David, SUBRAHMANYAM, Avaniidhar, 1998. Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions. *The Journal of Finance*, 53 (6) 1839-1885.
- DE BONDT, Werner F. M., THALER, Richard, 1985. Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40 (3) 793-805.
- DE BONDT, W., 1993. Betting on trends: intuitive forecasts of financial risk and return. *International Journal of Forecasting*, 9, 355-371.
- DE LONG, Bradford J., SHLEIFER, Andrei, SUMMERS, Lawrence H. e.a., 1990. Noise Trader Risk in Financial Markets. *Journal of Political Economy*, 98 (4) 703-738.
- FAMA, Eugene F., 1998. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49, 283-306.
- GLASER, Markus, NOTH, Markus, WEBER, Martin, 2003. Behavioral Finance. *Universität Mannheim*, 1-32.
- GRINBLATT, M., KELOHARJU, M., 2001. How distance, language and culture influence stockholdings and trades. *The Journal of Finance*, 56 (3) 1053-1073.
- GROESTRA, A.I.A., 1998. Zeepbelvorming op de Nederlandse aandelenmarkt: een onderzoek met behulp van rationele en adaptieve verwachtingen. *Onderzoeksrapport WO & E*, 549. De Nederlandse Bank nv afdeling Wetenschappelijk onderzoek en econometrie, Amsterdam, 1-49.

- JOHANSSON, Malena, LINDBLÖM, Henrik, PLATAN, Peter, 2002. Behavioral Finance and the change of investor behavior during and after the speculative bubble at the end of the 1990s. *School of Economics and Management, Lund University*, 1-87.
- KAHNEMAN, Daniël, TVERSKY, Amos, 1974. Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185, 1124-1139.
- KAHNEMAN, Daniël, TVERSKY, Amos, 1979. Prospect Theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47 (2) 263-291.
- KAHNEMAN, Daniël, TVERSKY, Amos, 1982. The psychology of preferences. *Scientific American*, 246, 167-173.
- KAHNEMAN, Daniël, RIEPE, M., 1988. Aspects of Investor Psychology. *Journal of Portfolio Management*, 24 (4) 52-65.
- KAHNEMAN, Daniël, THALER, Richard H., TVERSKY, Amos, e.a., 1997. The effect of myopia and loss aversion on risk taking: an experimental test. *Quarterly Journal of Economics*, May, 647-661.
- KALAY, A., LOWENSTEIN, U., 1985. Predictable events and excess returns: the case of dividend announcements. *Journal of Financial Economics*, 14 (Sept.) 423-449.
- KEYNES, J.M., 1936. The General Theory of Employment, Interest and Money. *MacMillan Ltd., London, Hoofdstuk 12*, 147-164.
- LAKONISHOK, Lev, 1987. Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who and When. *The Journal of Finance*, September, 913-932.
- MILLER, 1977. Risk, uncertainty and divergence of opinion. *The Journal of Finance*, 32, 1151-1168.
- MONAHAN, J.L., MURPHY, S.T., ZAJONC, R.B., 2000. Subliminal mere exposure: specific, general and diffuse effects. *Psychological Science*, 11, 462-466.
- ODEAN, Terrance, 1998. Are Investors Reluctant to Realize their Losses? *The Journal of Finance*, 53 (5) 1775-1798.
- PRAST, H.M., 2000. Herding and financial panics: a role for cognitive psychology? De Nederlandse Bank nv, Econometric Research and Special Studies Department, Amsterdam, 1-15.
- PRAST, Henriëtte, 2003. Gedragseconomie: de rol van psychologie op financiële markten. *De Nederlandse Bank, Onderzoekreeks Toezicht*, 62, 1-46.
- PRAST, Henriëtte, 2004. Investor psychology: A behavioural explanation of six finance puzzles. *De Nederlandse Bank, Research Series Supervision*, 64, 1-25.
- RIEPE, Mark, 2000. Stock Splitting. *Journal of Financial Planning*, 13 (5) 46-48.
- RITTER, Jay R., 2003. Behavioral finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11 (4) 429-437.

SHEFRIN, Hersh, THALER, Richard, 1981. An Economic Theory of Self-Control. *Journal of Political Economy*, 89, 392-406.

SHEFRIN, Hersh, STATMAN, Meir, 1984. Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics*, 13, 253-282.

SHEFRIN, Hersh, STATMAN, Meir, 1985. The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidence. *The Journal of Finance*, 15 (3) 777-790.

SHEFRIN, Hersh, STATMAN, Meir 1994. Behavioral Capital Asset Pricing Theory. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29 (3) 323-349.

SHILLER, R., J., 1990. Speculative prices and popular models. *Journal of Economic Perspectives*, 4, 55-65.

SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., 1997. The Limits of Arbitrage. *The Journal of Finance*, 52, (1) 35-55.

STATMAN, Meir, 1999. Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements. *Financial Analysts Journal*, Nov-Dec, 18-27.

STICKEL, 1991. Common stock returns surrounding earnings forecast revisions: more puzzling evidence. *Accounting Review*, 66 (2) 402-417.

TINIC, Shera, M., 1988. Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock. *The Journal of Finance*, 43 (4) 789-822.

Cursussen

CROMBEZ, J., 2002. Cursus Beleggingsleer (2002), Handelswetenschappen Optie Financiën, Tweede Licentie. Hogeschool Gent, departement Handelswetenschappen en Bestuurskunde, p. 41-42.

JANSENS, A., 2003. Cursus Beleggingsleer (2003), 3^{de} jaar Bedrijfsmanagement Optie Financier- en Verzekeringswezen. Hoger Instituut Kempen Geel, departement Handelswetenschappen en Bedrijfskunde.

THIJS, Hilde, 2002. Cursus Geld- en Kapitaalmarkt (2002), 2^{de} jaar Bedrijfsmanagement Optie Financier- en Verzekeringswezen. Hoger Instituut Kempen Geel, departement Handelswetenschappen en Bedrijfskunde.

VOS, Rita, 2001. Cursus Marketing en Verkoop van diensten (2001), 2^{de} jaar Bedrijfsmanagement Optie Financier- en Verzekeringswezen. Katholieke Hogeschool Kempen Turnhout, departement Handelswetenschappen en Bedrijfskunde.

Mondelinge bronnen

DUCHESNE, Guillaume, 2004. Hoofd Global Asset Allocation & Education Support ING Investment Management Belgium (Brussel), mondelinge mededeling, 7 april 2004.

Enquêtes

Onderzoek van de Vlaamse Federatie van Beleggingsclubs en Beleggers naar de samenstelling van Belgische beleggingsportefeuilles van de Belgische beleggingsclubs, 2002.

Prospectussen

PROSPECTUS, 2001. ABN AMRO Funds. Prospectus, België

PROSPECTUS, 2003. ABN AMRO Funds. Prospectus, België

Elektronische bronnen

ABN Amro Asset Management

<https://www.asset.abnamro.com/portal/index.jsp?pageID=productsumm&fundID=33>

<https://www.asset.abnamro.com/portal/index.jsp?pageID=facts&fundID=33>

<https://www.asset.abnamro.com/portal/index.jsp?pageID=price&fundID=33>

<https://www.asset.abnamro.com/portal/index.jsp?pageID=perform&fundID=33>

<https://www.asset.abnamro.com/portal/index.jsp?pageID=pfmainequity&fundID=33>

(6 mei 2004).

Bank Corluy, 6 juni 2003. De Amerikaanse beurs: perceptie en sentiment.

http://www.forteon.be/detail_zoek.asp?nnr={067A5F9C-993C-471F-837B-464217600989}

(15 februari 2004).

B.D. (red.), 28 april 2004. Sell in May and go away?

<http://www.forteon.be/detail.asp?nnr={A030F233-3DBC-4226-AD6D-B648867F5174}>

(10 mei 2004).

B.D. (red.), 6 december 2000. Greenspan geeft Nasdaq vleugels.

http://www.forteon.be/detail_zoek.asp?nnr={62647365-B9B0-11D4-9741-00508BCA30FC}

(25 mei 2004).

Belegger.nl

<http://www.belegger.nl/html/nieuws/beursgang-google.php>

(20 mei 2004).

Belgacom, 8 maart 2004. Belgacom: interessante ipo?

http://www.forteon.be/detail_zoek.asp?nnr={AB9C4CB5-6DFC-43D3-AFAE-724D3028151A}

(20 april 2004).

Bigcharts.com

<http://www.bigcharts.com>

De Standaard: dossier Lernout & Hauspie

<http://www.standaard.be>

EERSTE, 22 maart 2004. Eerste beursdag voor Belgacom.
http://www.forteon.be/detail_zoek.asp?nmr={7E5E4428-DF28-4AD5-96A0-8390517FDF8D}
(20 april 2004).

FOLKERTSMA, Joop, 2003. Psychologie en beleggen, een typering voor de belegger.
http://www.vanarkel.nl/beursinfo/columns.php?column_id=163
(10 april 2004).

FOLKERTSMA, Joop, 2003. Psychologie en beleggen (2), een praktische leidraad voor de belegger.
http://www.vanarkel.nl/beursinfo/columns.php?column_id=164
(10 april 2004).

Forteon.be. Lexicon.
http://www.forteon.be/lexicon_a.asp
(24 mei 2004).

Gazet van Antwerpen: dossier Lernout & Hauspie
<http://www.gva.be>

Internetforum Lernout & Hauspie deel 1
<http://www.goeroe.be/discus/messages/14/675.html>
(25 april 2004).

Internetforum Lernout & Hauspie deel 2
<http://www.goeroe.be/discus/messages/14/673.html>
(25 april 2004).

JLB (red.), 11 februari 2004. Greenspan gaat vandaag de wereld veranderen!
http://www.forteon.be/detail_zoek.asp?nmr={DE2B79E6-E4C3-4F1C-B70E-B7DD6CD508FC}
(10 mei 2004).

JLB (red.), 23 februari 2004. Telefoneren kan je winst opleveren.
http://www.forteon.be/detail_zoek.asp?nmr={35C9D447-C953-4D57-901B-D84FCFE5D894}
(20 april 2004).

JLB (red.), 3 maart 2004. Hallo beleggers: hier komt Belgacom.
http://www.forteon.be/detail_zoek.asp?nmr={C6F8822B-5B50-44BF-9F1F-D5F5FBF1B59A}
(20 april 2004).

JLB (red.), 4 maart 2004. Belgacom tegen 30 euro?
http://www.forteon.be/detail_zoek.asp?nmr={1E26FF2B-BA4A-4E8E-9470-F68D8F243874}
(20 april 2004).

KANTER, Larry, 31 augustus 1999. The Oracle of Omaha – the world's greatest stock market investor – lives in a house he bought for \$31,500, dines on burgers and quotes Mae West. He's worth \$36 billion ... give or take a few mil.
<http://www.salon.com/people/bc/1999/08/31/buffet/>
<http://www.salon.com/people/bc/1999/09/31/buffet/index1.html>
(18 mei 2004).

KU Brussel

<http://www.kubrussel.ac.be/WSetew/effectentekst.html>

(25 mei 2004).

Logo Lernout & Hauspie

http://web.zdnet.de/messen/mjournal/cebit/2000/gewinnspiel/preise_02-wc.html

(28 mei 2004).

REIJNDERS, Maarten, 24 oktober 2003. Google naar de beurs, maar wel op aparte wijze.

<http://www.webwereld.nl/nieuws/printout.phtml?id=16667>

(16 februari 2004).

Schematische voorstelling samenstelling aandelenkoers.

<http://www.geocities.com/wallstreet/bureau/3486/14.htm>

(26 april 2004).

The National Association of Business Economists, juli 2001. Systematic Analysis of Departures from the Homo Economicus Paradigm are Essential for Realistic Financial Research and Analysis.

http://articles.findarticles.com/p/articles/mi_m1094/is_3_36/ai_78177931/pg_1

http://articles.findarticles.com/p/articles/mi_m1094/is_3_36/ai_78177931/pg_2

http://articles.findarticles.com/p/articles/mi_m1094/is_3_36/ai_78177931/pg_3

http://articles.findarticles.com/p/articles/mi_m1094/is_3_36/ai_78177931/pg_4

(28 mei 2004).

Wikipedia.org

http://nl.wikipedia.org/wiki/John_Maynard_Keynes

(29 mei 2004).

<http://nl.wikipedia.org/wiki/Psychologie>

(31 mei 2004).